

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI "FEDERICO II"

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO COMUNE
PATRIMONIALE - XXIV CICLO

TESI DI DOTTORATO
*STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI E RISTRUTTURAZIONE DEL
DEBITO DEGLI ENTI LOCALI*

Coordinatore:
Chiar.mo Prof.
Enrico Quadri

Candidato:
Dott.
Davide Cesiano

Anno Accademico 2012/2013

INDICE SOMMARIO

Capitolo Primo

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

1.	Gli strumenti finanziari derivati: breve ricostruzione del fenomeno	Pg.4
2.	Gli swaps, le principali tipologie:	Pg.13
2.1.	L' interest rate swap	Pg.36
2.2.	Il currency swap	Pg.48
2.3.	I credit default swap	Pg.60
3.	I derivati di "seconda generazione": i derivati meteorologici	Pg.73
4.	Il ruolo dei derivati creditizi nella crisi finanziaria ed economica del 2008	Pg.76
5.	Sostenibilità del debito sovrano e titoli derivati: qualche breve riflessione	Pg.97

Capitolo Secondo

L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SOTTOSCRITTI DAGLI ENTI LOCALI

1.	L'utilizzo degli strumenti derivati negli Enti pubblici locali: il quadro normativo tra Patto di stabilità interno e legge finanziaria	Pg.106
1.1.	Legge 23 dicembre 1994, n.724 - Misure di razionalizzazione della finanza pubblica	Pg.117
1.2.	Legge 28 dicembre 2001, n.448- Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2002)	Pg.120
1.3.	D.M. 1 dicembre 2003, n.389- Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell' <u>articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448</u>	Pg.123
1.4.	Circolare M.E.F del 27 maggio 2004-Titoli di spesa cartacei. Nuove modalità di regolamento delle operazioni interbancarie	Pg.126
1.5.	Legge 27 dicembre 2006, n.296- Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2007)	Pg.129
1.6.	Legge 24 dicembre 2007, n.244- Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2008)	Pg.131
2.	Il divieto per gli Enti pubblici locali di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati	Pg.135
2.1.	Lo schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112- teso ad individuare la tipologia dei contratti relativi	

	a strumenti finanziari derivati che possono essere conclusi dalle regioni, dalle province autonome di Trento e Bolzano, dagli enti locali di cui all'articolo 2 del d.lgs 18 agosto 2000, n. 267, di consorzi tra enti territoriali e di regioni	Pg.145
3.	La connotazione di <<operatore qualificato>> per gli Enti locali: una questione controversa	Pg.155
3.1.	Le modifiche al Regolamento intermediari conseguenti al recepimento della Direttiva 2004/39/CE	Pg.171

Capitolo Terzo

I PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE E GLI ORIENTAMENTI DELLA GIURISPRUDENZA

1.	Profili di responsabilita' nell'uso di strumenti finanziari derivati: analisi del fenomeno	Pg.182
2.	Il ruolo dell'informazione nei rapporti tra intermediario ed Ente pubblico locale	Pg.189
3.	La responsabilit� dell'intermediario nel collocamento dei derivati per violazione delle regole di condotta	Pg.198
4.	La violazione delle regole di condotta sul piano della validita' dei contratti aventi ad oggetto gli strumenti derivati: i rimedi esperibili	Pg.225
5.	La responsabilit� degli amministratori pubblici per la sottoscrizione di derivati	Pg.248
6.	Gli orientamenti della giurisprudenza ordinaria	Pg.263
7.	Gli orientamenti della giurisprudenza amministrativa	Pg.277
7.1.	Consiglio di Stato, 27 novembre 2012, n.5962	Pg.287
8.	Gli orientamenti della giurisprudenza della Corte dei Conti	Pg.299
9.	L'intervento della Sezione Controllo Regione Lazio della Corte dei Conti sulle operazioni finanziarie in strumenti derivati effettuate dal Comune di Roma nel quadriennio 2004-2008	Pg.320

Capitolo Quarto

LA RESPONSABILITA' PENALE PER L'UTILIZZO ILLEGITTIMO DEI DERIVATI NEGLI ENTI LOCALI

1.	Il caso del Comune di Milano	Pg.334
2.	I profili critici dell'operazione finanziaria del Comune di Milano secondo la Corte dei Conti	Pg.341
3.	L'inchiesta della Procura di Milano	Pg.344

3.1.	(Segue) Il sequestro preventivo penale ed il rinvio a giudizio delle Banche Arrangers	Pg.361
3.2.	3.2. (Segue) La sentenza di condanna del Tribunale di Milano	Pg.370

Capitolo Quinto

LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NEGLI U.S.A. CENNI AD UNA RECENTE SENTENZA DELLA CORTE FEDERALE DI SIDNEY

1.	Il mercato finanziario statunitense prima del Sarbanes Oxley Act	Pg.400
2.	L'adozione del Sarbanes Oxley Act sull'onda degli scandali finanziari del 2001: "Caso Enron"	Pg.418
3.	La riforma del mercato degli strumenti finanziari derivati negli Stati Uniti d'America: il <i>Dodd-Frank Act del 2010</i>	Pg.432
3.1.	Il <i>Bureau of Consumer Financial Protection</i> : funzioni e poteri	Pg.439
4.	L'impatto del Dodd Frank Act sul sistema dei derivati negli USA	Pg.448
5.	Il fallimento della Jefferson County e l'uso illecito dei derivati finanziari	Pg.469
6.	Una recente ed innovativa decisione del Tribunale Federale di Sidney in tema di complessi contratti derivati, sottoscritti da Amministrazioni locali, e di responsabilità delle agenzie di rating: " <i>Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd</i> "	Pg.478

Bibliografia: pg.491

Siti: pg.557

Giurisprudenza: pg.560

CAPITOLO PRIMO

Gli strumenti finanziari derivati

1.-Gli strumenti finanziari derivati: breve ricostruzione del fenomeno

Ai sensi dell'art.1, comma 3 del d.lgs 24 febbraio 2008, n.58 (T.U.F) e successive modificazioni ed integrazioni - tra cui la più rilevante quella di cui al d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 relativa all'attuazione della direttiva comunitaria MiFID, *«Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 »* - i **“contratti derivati”** rientrano nell'ampia nozione di **“strumenti finanziari”** di cui al secondo comma dell'art. 1 del TUF¹. Essi derivano il loro valore dal prezzo di

¹ Art 1, comma 2 per "strumenti finanziari" si intendono: a) valori mobiliari; b) strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri

un'attività finanziaria variabile e non, sottostante; ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento, come quotazione di titoli, tassi di interesse, valute, merci².

Orbene, non si rinviene nell'ordinamento italiano una definizione generale di contratto derivato. Il TUF si limita ad elencare determinati contratti (art. 1, comma 2°, t.u.f.) che – per le loro caratteristiche – vengono qualificati come «derivati» (art. 1, comma 3, t.u.f. che richiama le lettere d) e) f) g) h) i) j) del secondo comma). Scelta obbligata, posto che i contratti derivati sono creati dalla prassi finanziaria e solo successivamente vengono «recepiti» dall'ordinamento.³

contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini. Sul punto v. GABRIELLI-LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MIFID*, in *I contratti del Mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI-LENER, Torino, 2010, 21 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, 7 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 288 ss.; BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, 61 ss.

² Sui caratteri degli strumenti derivati v. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enciclopedia del diritto, Annali IV*, Milano, 2011, 1174 ss. Per l'A. la “caratteristica che accomuna i contratti derivati è che si tratta di strumenti che non rappresentano un investimento diretto in attività produttive, attraverso una partecipazione societaria o un prestito, ma configurano operazioni compiute su titoli, strumenti finanziari, contratti, beni, crediti ecc., già esistenti. Di qui la denominazione di strumenti finanziari derivati, in quanto essi non hanno rilevanza economica per se stessi, ma solo perché si riferiscono ad uno o più strumenti od operazioni sottostanti, a cui è pertanto legato il loro valore”; CAPUTO NASSETTI, *Gli strumenti finanziari derivati: contratti e regime giuridico*, in *Bancaria*, 2010, 83 ss.; ONZA-SALOMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, 582; FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 140 ss. L'A. analizza le più rilevanti tipologie degli strumenti finanziari derivati.

³ Così SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 41 ss.; PIRAS, *Contratti derivati: principali*

I contratti derivati dunque non costituiscono un numero chiuso. Il T.U.F., all'art. 1, co.2 bis, lett.a) e b) contiene una delega al Ministro dell'economia e delle finanze per l'identificazione di nuovi potenziali contratti derivati << il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'articolo 18, comma 5, individua: a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine>>.⁴

problematiche al vaglio della giurisprudenza, in Resp. Civ. Prev., 2008, 2219 ss. L'A. bene evidenzia come "la notevole eterogeneità delle fattispecie che concorrono a formare la discussa categoria dei contratti derivati rende disagevole l'elaborazione di una definizione unitaria in grado di inglobare tutti i numerosi modelli sorti nella prassi. A tal fine, non sono d'ausilio i testi legislativi né le ricostruzioni della giurisprudenza, limitatasi ad inquadrare singole fattispecie senza tentare di addivenire ad una sintesi. Sebbene taluno ritenga che il fenomeno possa essere considerato in chiave unitaria unicamente dal punto di vista economico e non anche sotto il profilo giuridico, la dottrina si è fatta comunque carico di individuare gli elementi minimi comuni a ogni derivato e di provare a compendiare questi dati entro un'unica formula". Sul punto cfr. LEMBO, La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari, in Dir. Fall., 2005, I, 354.

⁴ Tra i più recenti contributi in materia v. MAFFEIS, Contratti derivati, in Banca, borsa tit. cred., 2011, 694. Secondo l'A. "i contratti derivati sono contratti alieni: concepiti secondo il modello anglosassone, «senza tenere in alcun conto il diritto italiano. Ad essi può applicarsi il diritto italiano, come accade quando gli intermediari finanziari consigliano ad imprese o enti pubblici domestici la conclusione di contratti derivati dei quali «il giudice italiano deve controllare» la validità «alla luce delle norme imperative tout court del diritto italiano»; CAPUTO NASSETTI, I contratti derivati finanziari, Milano, 2011, 1 ss., secondo il quale "si definiscono contratti derivati quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di un'attività sottostante, ovvero dal valore di un parametro di riferimento indice di borsa, tasso di interesse, cambio". Una definizione conforme si ricava anche in FERRARINI, I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale, in I derivati finanziari, a cura di F. RIOLO, Milano 1993, secondo il quale i derivati sono contratti il cui valore deriva dal prezzo di una attività finanziaria sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziario di riferimento. RIGHINI, Strumenti e prodotti

Tra i più complessi problemi della categoria v'è la determinazione del valore di tali strumenti finanziari o, meglio della loro stima. Si tratta di un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi. La stima del valore dei prodotti derivati richiede la simulazione dei possibili scenari futuri delle attività sottostanti al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del *pay-off*⁵.

finanziari, op. cit., in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, 2011, 1174; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano 2010, 8 ss. Per l'A "la categoria dei derivati ricomprende tutti quei contratti di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto fra il prezzo dell'entità al momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione"; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss. Secondo l'A. "e' in generale possibile definire i contratti derivati, che ai sensi dell'art.1, comma 3 del T.U.F rientrano nella nozione di "strumenti finanziari", come quei contratti il cui valore viene determinato in ragione dell'andamento del valore di una determinata attività sottostante oltre che di altre variabili la cui rilevanza dipende dalla struttura e dalla complessità del singolo contratto"; BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, 305 ss.; DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.; DE IULIIS, *Principi di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 91 ss.; DOLMETTA-MINNECI, voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. IV, 111 ss.; ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca borsa titoli credito*, 2004, II, 204 ss.; DRAGO, *Gli strumenti derivati*, in FABRIZI-FORESTIERI-MOTTURA (a cura di), *Strumenti e servizi finanziari*, 2003, 254; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 28 ss.; GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contr. e impr.*, 1999, 1269 ss.; BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 953 ss.; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» derivati: strumenti per la copertura dei rischio per nuove forme di speculazione finanziaria?* in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, I, 359. In ambito della dottrina economica vedasi RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, Egea, Milano, 2008, 98 ss. Secondo l'A. "gli strumenti finanziari derivati sono rappresentati da attività finanziarie il cui valore dipende dalle performance di un'attività sottostante, che può assumere natura finanziaria o reale". L'A. compie un'ampia disamina delle più rilevanti tipologie di contratti derivati, evidenziando per ciascuna tipologia il rischio sotteso all'operazione. V. anche OLDANI, *I Derivati finanziari: dalla Bibbia ad Enron*, Milano, 2010, 18 ss.; HULL, *Opzioni, futures ed altri derivati* (traduzione di E. Barone), Prentice-Hall International, Il Sole 24 Ore, 2006, 1 ss.; PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili, regime fiscale*, Egea, Milano, 1997, 26 ss.

⁵ Con tale termine si intende la relazione – determinabile attraverso funzioni matematiche – che lega il valore del derivato al sottostante e costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto "*pay-off*" cfr. HULL, *Opzioni, futures ed altri derivati* (traduzione di E. Barone), op. cit., Prentice-Hall International, Il Sole 24 Ore, 2006, 140 ss.

Si tratta, in ogni caso, di contratti ad esecuzione differita in quanto all'atto della loro conclusione le parti si accordano sulle condizioni alle quali avverrà, oppure potrebbe avvenire, in futuro, una transazione avente ad oggetto l'attività sottostante.

Si è osservato come tale strumento, nato con finalità di protezione – di c.d. *hedge* –, cioè di limitazione dell'esposizione entro il rischio accettato, abbia subito una vera e propria trasformazione, finendo per essere costantemente utilizzato per finalità meramente speculative, causando l'aumento del rischio dal quale si intendeva coprirsi⁶.

Si è allora incominciato a parlare di **“finanza creativa”**⁷ per indicare quel fenomeno che ha dato luogo alla produzione di una molteplicità di strumenti finanziari derivati con caratteristiche strutturali e livelli di complessità assai differenti.

⁶ PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 500 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, op. cit., in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 44 ss. per il quale “i contratti derivati non sempre vengono conclusi con finalità di riduzione del rischio; talvolta essi vengono conclusi con finalità speculative. Ciò avviene in particolare quando non vi è un previo indebitamento sottostante rispetto al quale assicurarsi, ma solo l'obiettivo di speculare sulle variazioni dei tassi d'interesse. In altre parole alcune volte i contratti derivati vengono utilizzati non per ridurre un rischio, ma per crearlo (e, se possibile, per approfittarne)”; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, pg. 26 ss., per l'A. “in concreto, non è possibile escludere che l'impresa esposta in valuta stipuli ad esempio uno swap per finalità soltanto protettive e non anche speculative, né che una banca si esponga ad un rischio valutario per finalità di puro lucro e non anche per fini di protezione....Non è dunque possibile – e sarebbe dogmaticamente errato – identificare lo strumento con la sua funzione o pretendere di ricavare dalla stessa un criterio di sistemazione istituzionale...La protezione o la speculazione possono individualmente sussistere ovvero indifferentemente coesistere nell'ambito della stessa fattispecie, così come possono assumere l'una o l'altra una funzione secondaria ed eventuale, fors'anche neppure espressamente voluta dalle parti all'atto della stipulazione”; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, 84 ss.

⁷ MAFFEIS, *Contratti derivati*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 696; GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 1,35; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 500 ss.

Basti pensare al fatto che recentemente, soprattutto in alcune piazze finanziarie particolarmente sofisticate, sono stati introdotti derivati sulle variabili climatiche – *weather derivatives* – sulle tariffe di trasporto – *freight derivatives* – sugli immobili – *real estate derivatives* – e sulle quote di emissione antropica di gas a effetto serra – *EU emissions allowance transactions*⁸ – a conferma della larga diffusione di tale strumento e della fervida fantasia degli operatori finanziari.

A tal proposito, pare interessante segnalare come il valore dei contratti spesso abbia superato, e non di poco, il valore reale delle attività sottostanti, segno del mutato atteggiamento del mercato, volto più alla speculazione che all' *hedging*.

Giova ricordare che gli strumenti derivati, pur presenti, seppur in forme diverse, da centinaia di anni nei mercati finanziari⁹, sono stati

⁸ Sull'argomento v. *amplius* GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 143 ss.; COLAVITO-RIGHETTI, *La gestione finanziaria del rischio temperatura tramite l'uso dei derivati meteorologici*, in *Amm. Fin.*, 2005, fasc.57, 39 ss.; MIANI, *La gestione dei rischi climatici e catastrofali*, Torino, 2004, 4 ss; OSSOLA, *I derivati meteorologici. Aspetti aziendali e contabili*, Milano, 2003, 1 ss. Nel corso degli ultimi anni soprattutto sul mercato statunitense si è assistito ad una crescente domanda di natura speculativa dei derivati climatici, alimentata soprattutto da investitori istituzionali internazionali quali gli *hedge funds*. Enron Corp. collocò il primo derivato meteo nel 1997, concordando di versare a una *utility* 10 mila dollari per ogni divergenza di temperatura pari ad grado Fahrenheit inferiore alla norma nel corso di un inverno. Nel 1998 il valore nozionale dei derivati climatici negoziati nelle Borse internazionali era pari a circa 695 milioni di dollari. Nel 2001 tale valore superava i 3 miliardi di dollari. Si è stimato che fra l'aprile del 2002 e il marzo del 2003 siano stati sottoscritti – in Europa e in America – circa 11.000 contratti, per un valore nozionale di 4,3 miliardi di dollari (stime del *Chicago Mercantile Exchange*). Fra il marzo del 2006 e il marzo del 2007 si stima che siano stati negoziati contratti per un valore nominale di 19 miliardi di dollari, secondo la *Weather Risk Management Association* di Washington (fonte <http://www.wrma.org>).

⁹ Qualche autore fa risalire addirittura la prima forma di derivato all'anno 1700 a.c. quando Giacobbe concluse con Labano quella che, a ben vedere, può essere definita la prima "opzione" dei tempi antichi. Infatti, i due si accordarono in maniera tale che a Giacobbe sarebbe spettata la facoltà, e non l'obbligo, di sposare Rachele, la figlia di Labano, se avesse prestato sette anni di lavoro per quest'ultimo. In realtà poi Labano non tenne fede al patto, tant'è che si può parlare non solo della prima rudimentale forma di

diffusamente utilizzati soltanto agli inizi degli anni '70 con l'introduzione di sistemi informatici per la contrattazione continua su reti telematiche e la nascita di veri e propri mercati organizzati o regolamentati da una rete di computer, come il NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*).¹⁰

Tuttavia, soltanto negli anni '80, si assiste al diffondersi nel mercato *over the counter* dei prodotti *swaps*, su cui ci si soffermerà ampiamente nei prossimi paragrafi ma, soprattutto, di una miriade di derivati il cui sottostante poteva essere costituito da qualsiasi cosa.

Ciò ha permesso anche alle imprese di diversificare i propri portafogli in modo da ridurre al minimo i rischi connessi alle attività. Tuttavia, per quanto appena detto, accanto a queste posizioni di *hedging*, si sono sviluppate posizioni sempre più speculative con effetto c.d. leva, vale a dire con la possibilità di perdita superiore al capitale conferito e dedicato alle operazioni. Se questo è vero lo è altrettanto che i derivati hanno contribuito ad elevare il livello di

opzione, ma simultaneamente del primo caso di default su. La vera diffusione degli strumenti derivati si ebbe nel XIX secolo, infatti, nel 1848 nacque a Chicago la prima Borsa Merci, il *Chicago Board of Trade*, il cui principale obiettivo era quello di fornire un centro organizzato destinato ai commercianti per acquistare e vendere merci. Il sistema di negoziazione a termine (*forward*) non era un sistema efficiente, in quanto gli accordi presi non erano standardizzati. Alla luce di tali esperienze la Borsa di Chicago, nel 1865, formalizzò le prime "Regole Generali della Borsa", in cui venivano definite le modalità di scambio per la contrattazione a termine del grano. Vennero così istituiti i primi contratti standardizzati per la consegna futura, chiamati "*futures*" v. OLDANI, *I Derivati finanziari: dalla Bibbia ad Enron*, op. cit., Milano, 2010, 1 ss.

¹⁰ Acronimo di *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (ovvero: "Quotazione automatizzata dell'Associazione nazionale degli operatori in titoli") è il primo esempio al mondo di mercato borsistico elettronico, cioè di un mercato costituito da una rete di computer. Il Nasdaq è l'indice dei principali titoli tecnologici della borsa americana; vi sono quotate compagnie del calibro di Microsoft, IBM, Yahoo, Apple e Google.

efficienza dei mercati finanziari, a ridurre i costi di transazione, finendo per influenzare le scelte di investimento e di finanziamento degli agenti, e quindi, di contro, producendo effetti rilevanti sull'economia reale¹¹.

Negli ultimi anni il mercato dei derivati ha registrato una crescita esponenziale, arrivando a toccare cifre esorbitanti¹². Nonostante la battuta d'arresto segnata a fine 2008, in ragione dell'aggravarsi della

¹¹ V. Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, Camera dei deputati, 6° Commissione finanze, 16 dicembre 2004 (www.camera.it). A pg. 4 e 20 dell'Indagine si legge : *"I derivati sono in grado di influire sulle opportunità di investimento e di finanziamento degli operatori e, in ultima analisi, sull'economia reale. Possono essere utilizzati per assicurarsi da eventuali conseguenze negative di eventi futuri, trasferendo il rischio a soggetti in grado di meglio sostenerlo e gestirlo; anche quando vengono impiegati per finalità di arbitraggio o speculative possono determinare effetti positivi in termini di accresciuta liquidità del mercato e di convergenza dei prezzi verso valori di equilibrio. L'utilizzo dei derivati non è esente da rischi; se non adeguatamente valutati, questi possono generare situazioni critiche per intermediari e operatori. Le Autorità seguono attentamente il fenomeno per prevenire l'insorgere di situazioni di instabilità.Per una valutazione corretta e rigorosa dei vantaggi ma anche dei rischi connessi con la negoziazione di strumenti derivati sono essenziali, presso banche e imprese, organizzazione, specializzazione, professionalità. All'interno delle banche è necessario uno stretto raccordo tra le strutture incaricate di disegnare le caratteristiche dei prodotti e quelle deputate a definire con le imprese le forme più opportune di assistenza finanziaria. L'analisi della struttura finanziaria dell'impresa e della sua esposizione ai rischi di mercato è propedeutica all'individuazione del contratto che meglio si adatta al profilo di rischio-rendimento dell'impresa stessa. I presidi organizzativi sono presupposto per il puntuale rispetto delle norme sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari nell'offerta dei servizi di investimento stabilite dal Testo unico della finanza. Anche nella rinegoziazione delle caratteristiche dei contratti sono necessarie una stretta interazione tra banche e imprese, una condivisione delle analisi sull'evoluzione prospettica delle variabili di mercato e una valutazione congiunta della capacità delle imprese di sostenere i potenziali oneri connessi con i contratti. Alla base delle scelte finanziarie non può non esserci un esercizio previsivo"*.

¹² Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), lo scambio di titoli derivati al di fuori dei mercati regolamentati si è ampliato costantemente fino alla prima metà del 2008, per poi calare nei mesi successivi con l'inasprirsi della crisi finanziaria. Un indicatore di massima del volume dell'attività in derivati è rappresentato dal valore nozionale di tali contratti, ossia il valore di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento. Alla fine del 2008 le principali banche del G10 segnalavano un nozionale di circa 425.000 miliardi di euro (pari a circa dieci volte il PIL mondiale), con un aumento del 124 per cento rispetto alla fine del 2004. Secondo la medesima rilevazione della BRI, alla fine del 2008 il valore lordo di mercato, pari alla somma in valore assoluto delle componenti positive e negative, era pari a circa 24.000 miliardi di euro (6.900 nel 2004). Tra la fine del 2004 e la fine di marzo del 2009 il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti in Italia è aumentato del 43 per cento, passando da 6.400 a 9.200 miliardi di euro. V. Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, Commissione 6° del Senato della Repubblica, 8 luglio 2009 (www.senato.it).

crisi finanziaria, il mercato ha ricominciato a crescere incessantemente. Gli operatori, approfittando della congiuntura economica internazionale, hanno intuito le notevoli potenzialità di guadagno offerte da queste tipologie contrattuali, sempre caratterizzate da una forte leva finanziaria, ed hanno cominciato ad investire massicciamente. La crescita ha interessato tutte le aree, in particolar modo quella creditizia e quella attinente le *commodities*¹³.

¹³ GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 14 ss.; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 502 ss. Cfr sull'argomento Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, Camera dei deputati, 6° Commissione finanze, 16 dicembre 2004 (www.camera.it). Il segmento dei derivati sulle *commodities* ha visto una crescita senza precedenti nel triennio 2004/2007, e non a caso il valore nozionale nel complesso è aumentato di ben sei volte fino a toccare gli 8 trilioni di dollari. Sul finire del 2008 però il trend ha decisamente cambiato rotta, sgonfiando il mercato che ha raggiunto un valore stimato di 4,4 trilioni di dollari, il che significa un secco -66,5% nella seconda metà del 2008. Il continuo deprezzamento delle *commodities* dalla seconda metà del 2008 ha avuto anche un sostanziale impatto sul valore lordo di mercato dei contratti che è diminuito del 56,8% fino a quota un trilione. Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, *Triennial Central Bank Survey*, 2004/2007. Per i dati 2008 si veda invece: *OTC derivatives market activity in the second half of 2008* – Banca dei regolamenti internazionali, *Monetary and economic department*, maggio 2009.

2.- Gli swaps, le principali tipologie:

Quando si parla di derivati, sempre più spesso ci si riferisce allo swap; negli ultimi dieci anni, le operazioni di swap, sia sui cambi delle valute che sui tassi di interesse, sono quelle più diffuse tanto da assumere un rilievo primario nei mercati finanziari, per tali ragioni, ci pare opportuno iniziare con la disamina di tale strumento.

Il termine swap indica, letteralmente, lo scambio o baratto che, in ambito finanziario, consiste in uno scambio di pagamenti su tassi di interessi, valute, merci, indici azionari¹⁴.

L'origine dello swap risale agli inizi degli anni '80 del secolo scorso e fu congegnato nel Regno Unito quale strumento per ovviare alle restrizioni valutarie all'epoca vigenti, che imponevano agli operatori residenti il pagamento di consistenti "premi" sull'acquisto di valute estere finalizzato ad operazioni di investimento. Per evitare tali imposizioni, gli operatori del mercato, ricorsero a complesse operazioni abbinate di mutuo, note come *parallel loans* ed *back to back loans*¹⁵.

¹⁴ Secondo quanto esattamente messo in rilievo da: AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, 113.

¹⁵ GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 35 ss.; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 39 ss. A proposito di tali operazioni, l'A. osserva come "il notevole vantaggio, però, risiede nel fatto che le operazioni in cambi a termine non vengono riportate tra le attività e passività del bilancio, bensì tra i conti d'ordine e ciò comporta un miglioramento del return on assets (Roa) e dei coefficienti patrimoniali dell'istituto"; PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, intervento al terzo ciclo di lezioni <<Emilio Moar>>, Università Cattolica del Sacro Cuore, 21 novembre 1995; PADOA SCHIOPPA, *Non demonizzare i derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 1995, 31 ss.

Sul punto ci pare interessante richiamarla posizione di autorevole dottrina per la quale *“tali sistemi di finanziamento avevano il pregio di consentire il reperimento di provviste in valuta necessarie per gli investimenti all'estero senza dover incorrere nelle previste misure restrittive in campo valutario, pur difettando rispettivamente di affidabilità e di agilità, in quanto con il parallel loans si realizzavano due prestiti autonomi sotto forma di mutui paralleli, giuridicamente non collegati fra loro se non per le medesime retrostanti finalità economiche, e con i back to back loans lo scopo di investimento o finanziamento su piazza estera veniva raggiunto sulla base di un prestito reciproco fra capogruppo, che poi giravano la dotazione valutaria reperita alle corrispondenti affiliate d'oltreconfine”*¹⁶.

Più fonti individuano la nascita del mercato degli *swap* nell'operazione conclusa tra la IBM, azienda all'epoca leader mondiale nel settore della produzione e vendita di personal computer e macchine da scrivere, e la World Bank¹⁷.

Nel 1979 la IBM aveva emesso un prestito obbligazionario di 1 miliardo di dollari e si era inoltre finanziata in marchi tedeschi e franchi svizzeri tramite titoli con cedola al 10% e 6%rispettivamente. Nel corso del 1981, il dollaro statunitense si era fortemente rivalutato nei confronti sia del marco tedesco che del franco svizzero, pertanto,

¹⁶ PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, 63 ss.

¹⁷ Sull'argomento RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 39 ss.; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 44 ss.; METELLI, *Swap*, in *Dizionario della finanza*, Milano, 2006, 560 ; GIOIA, *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, 11 ss.

gli amministratori dell'IBM decisero di cercare uno strumento che potesse garantire alla società da loro amministrata di mantenere il vantaggio finanziario fino ad allora conseguito, ma non ancora realizzato, conservando aperta la propria posizione debitoria fino alla scadenza contrattuale fissata.

In definitiva occorre trovare chi si potesse accollare il debito contratto in marchi tedeschi e franchi svizzeri in cambio di una presa in carico da parte di IBM di un altro debito contratto in dollari.

La World Bank si mostrò da subito interessata a tale operazione, per cui si indebitò sull'euromercato, emettendo obbligazioni a cedola fissa in dollari, aventi durata e pagamenti cedolari mediamente corrispondenti a quelli in essere emessi da IBM. Fino al 1981 le divise in cui si indebitava la World Bank erano quelle a basso tasso di interesse (a quel tempo franco svizzero, lo yen ed il marco tedesco).

Pertanto le due istituzioni si accordarono per scambiarsi le obbligazioni : La World Bank si assunse l'onere per conto dell' IBM di soddisfare i creditori in marchi e franchi svizzeri, in quanto la stessa non desiderava pagare gli elevati tassi di interesse del dollaro, mentre l' IBM si obbligò a ripagare i creditori in dollari, non avendo bisogno dei franchi svizzeri e dei marchi.

Il vantaggio finale dell'operazione fu positivo per entrambe poichè la IBM aveva trasformato la propria esposizione netta in

dollari e marchi e franchi svizzeri integralmente in dollari, la valuta di denominazione delle proprie poste attive e passive di bilancio, procurandosi inoltre un considerevole vantaggio in termini di tasso di cambio mentre la World Bank aveva finito per finanziarsi sul mercato dell'eurodollaro dove aveva facilità di accesso e costi contenuti, trasformando però l'esposizione netta in marchi e franchi svizzeri, così come effettivamente desiderava e superando le difficoltà di raccolta in quelle divise¹⁸.

Per quanto riguarda l'utilizzo di tale strumento finanziario nel nostro ordinamento, giova da subito evidenziare che né il Testo unico finanziario (T.U.F.)¹⁹ né il regolamento di Borsa Italiana, contengono una definizione di "contratto di *swap*". Il legislatore ha preferito non

¹⁸ Si è osservato che questa operazione è stata immediatamente utilizzata come modello di riferimento per un mercato velocemente cresciuto così METELLI, *Swap*, in *Dizionario della finanza*, op. cit., Milano, 2006, 560 ss.

¹⁹ È possibile rinvenire una definizione istituzionale di *swap* all'art. 49h) del Regolamento Banca d'Italia, 2 luglio 1991, in *Gazz. Uff.* del 25 luglio 1991, n. 173, secondo cui si intende per: "currency e interest rate swap il contratto derivato con il quale le parti si scambiano due flussi relativi ad attività o passività specifiche espresse rispettivamente in valute o tassi d'interesse diversi". Nonostante l'assenza di una definizione legislativa, la Corte di cassazione ha in più occasioni definito il contratto di *swap*. In una sentenza del 2005 (Cass., 19 maggio 2005, n. 10598 in *Giust. civ. Mass.* 2005, 5) il contratto di *swap* è stato definito come quel contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all'esecuzione, l'una nei confronti dell'altra, alla scadenza di un termine prestabilito di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto. In una sentenza del 2001 (Cass., 6.04. 2001, n. 5114, in *Corr. giur.*, 2001, 1062) la Suprema Corte ha affermato che è contratto di *swap* quello in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi d'interesse o di cambio) a un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione. I contratti di *swap* prevedono dunque due distinte modalità di calcolo rispetto a una certa somma (detta "nozionale"). Ciascuna modalità di calcolo si fonda su parametri differenti e dà risultati diversi. Effettuati i calcoli all'esito del periodo pattuito, uno dei due contraenti si trova a debito nei confronti dell'altro ed è tenuto a pagare la differenza.

tradurre in italiano l'espressione inglese ("*swap*" = "scambio"), continuando ad utilizzare la terminologia inglese²⁰.

L'art. 1, comma 1, del D.lgs. 415/96, ora art. 1, co. 2, D.Lgs. n. 58/98, stabilisce alla lett. g) che sono strumenti finanziari i "*contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti*".

²⁰ Secondo la definizione fornita da Cass. 6.04.2001, n. 5114, *cit.*, in *Corr. giur.*, 2001, 1062 ss. lo swap sarebbe quel contratto in cui «due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netta, in forza di compensazione». Questa definizione riprende quella coniata per la prima volta dalla *House of Lords* britannica con la decisione 24 gennaio 1991, *Hazell v. Hammersmith and Fulham Lbc* (1992, 2 A.C. 1), secondo la quale «lo swap è il contratto attraverso il quale due parti si obbligano a scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di denaro calcolate applicando diversi parametri ad un unico capitale di riferimento (c.d. nozionale)». Sui contratti di swap, la letteratura è vastissima, solo in termini esemplificativi vedasi: OREFICE, *Orientamenti giurisprudenziali in tema di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, II, 629 ss.; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 44 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 196 ss.; CONSOLO-STELLA, *L'avventuroso spirito del celebre Morgan non affonda ai Caraibi ... è vivo, e imperversa nell'Europa continentale con la vendita dei credit default swap (cds) agli enti pubblici locali*, in *Corr. giur.*, 2011, 1066 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 102 ss.; RACUGNO, *Lo swap*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 39 ss.; OREFICE, *Orientamenti giurisprudenziali in tema di swap*, op. cit., in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, II, 629 ss.; BENCINI, *Interest rate swap e periculum in mora*, in *Foro tosc.*, 2010, 23 ss.; SALATINO, *Varietà contratti di swap dall' "operatore qualificato" al cliente professionale: il tramonto della dichiarazioni "autoreferenziali"* in *Banca, borsa tit. cred.* 2009, 02, 201; SIROTTI GAUDENZI, *Il contratto di swap: aspetti civilistici e responsabilità degli intermediari*, in *Foro pad.*, 2009, II, 51 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, op. cit., in *I Contratti*, 2009, 1133 ss.; GILLOTTA, *In tema di interest rate swaps*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss.; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, op. cit., in *Dir. comm. int.*, 1999, I, 63 ss.; IRRERA, voce "*Swaps*", in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., XV, Torino, UTET, 1998, 314 ss.; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 83 ss.; ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, 604; INZITARI, *Gli swaps come contratti di controllo del rischio*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni 90*, a cura di Minervini, Napoli, ESI, 1993, 63 ss.; PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171 ss.; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. imp.*, 1990, n. 3, 27 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. intern.*, 1990, 675 ss.

Lo swap può essere definito come un contratto innominato, a prestazioni corrispettive non standardizzato - in quanto in esso prevale l'esigenza di personalizzazione²¹ - aleatorio, con il quale due

²¹ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 104 ss. Per l'A. "non sembra sussistere tra i contratti tipici un contratto che abbia come causa lo scambio reciproco di pagamenti. Né varrebbe scomporre il contratto di swap in segmenti assimilabili a contratti tipici al fine di definirlo un contratto composto o misto. Conseguentemente sembrerebbe concretare una ipotesi di contratto innominato". Nello stesso senso IRRERA, voce "Swaps", op. cit., in Dig. disc. priv., sez. comm., XV, Torino, UTET, 1998, 314 ss.; INZITARI, *Gli swaps come contratti di controllo del rischio*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni 90*, op. cit., a cura di Minervini, Napoli, ESI, 1993, 63 ss.; CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, I, 1991, 793; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, op. cit., in *Quad. giur. imp.*, 1990, n. 3, 27 ss. Anche in giurisprudenza per l'atipicità v. Cass. 19.05.2005, n.10598 in www.ilcaso.it per la quale "il contratto di swap è contratto innominato, anche se il legislatore, senza descriverlo ne ha tenuto conto nella disciplina degli strumenti finanziari entrata in vigore in tempi successivi alla legge 1/1991, che è invece applicabile alla fattispecie in esame. L'art. 1, comma 1, del D.lgs. 415/96, ora art. 1, co. 2, D.Lgs. n. 58/98, stabilisce alla lett. g) che sono strumenti finanziari i "contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti". Un giudice straniero l'ha definito come "il contratto attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di denaro calcolate applicando due diversi parametri (generalmente tassi di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Di regola, alla scadenza o alle scadenze concordate, viene effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di una compensazione volontaria. Il contratto di swap comporta necessariamente un profitto o una perdita a seconda della fluttuazione dei tassi di interesse e/o di cambio ed è sempre sorretto da un intento speculativo". Altra parte della dottrina riconduce lo swap nell'ambito di un tipo legale, sostenendo (quantomeno per lo swap di valute) trattarsi del contratto di compravendita : CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 393; PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, op. cit., in *Dir. comm. int.*, 1992, 185. In ordine alla problematica ricostruzione del contratto di swap come tipico o atipico, si è correttamente rilevato che "in realtà per il contratto di swap quello della qualificazione tipologica è un falso problema" così DE NOVA, *Nuovi contratti*, Utet, Torino 1990, 10-16 ss. In particolare l'A., in relazione all'applicazione del c.d. metodo tipologico ai nuovi contratti innominati, sottolinea che "il problema della qualificazione si pone in termini nettamente differenti , a seconda che il contratto in esame sia un contratto individuale o, invece, un contratto di serie. Se il contratto è individuale, di norma è lacunoso, vuoi perché le parti hanno intenzionalmente lasciato punti aperti, vuoi per imprecisione. Se si qualifica il contratto come innominato, e ci si ferma, non si è in grado di integrare il contratto. Di qui la necessità di andare oltre la qualificazione del contratto come innominato, e di individuare comunque - mediante il ricorso al metodo tipologico - una disciplina legale in funzione integrativa. Se il contratto è di serie, di norma è completo. Sulla natura aleatoria o meno del contratto di swap, vasta è la letteratura. Si rammenta che i contratti aleatori sono quelli in cui sono incerte sia la prestazione sia la relativa entità economica, perché entrambe dipendono da eventi estranei alla volontà delle parti: in altri termini, il rischio del contratto investe sia la prestazione (c.d. rischio giuridico) sia l'entità della stessa prestazione (c.d. rischio economico) toccandola in modo unilaterale e squilibrante, così da avvantaggiare una parte e penalizzare l'altra sul piano economico". In termini riepilogativi cfr. SANGIOVANNI, *Contratto*

parti si impegnano a scambiarsi dei flussi di cassa a date certe, secondo uno schema predefinito. I flussi di cassa possono essere espressi nella stessa valuta oppure in valute differenti. La determinazione della quantità di flussi da scambiarsi richiede una

di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela, in I Contratti, 2012, 132 ss.; GIRINO, I contratti derivati, op. cit., Milano 2010, 245 ss.; COSSU, Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale", in Banca, borsa tit. cred., 2006, II, 168; FERRARIO, Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa, in I contratti 2000, 258 ss. In giurisprudenza sull'aleatorietà dello swap vedasi: Trib. Vicenza, 29.01.2009, in www.ilcaso.it, secondo il quale "Lo swap è uno strumento finanziario aleatorio, che soggiace perciò alla normativa TUIF e CONSOB, obblighi informativi ivi previsti inclusi. La rinegoziazione di un derivato aumenta la esposizione al rischio del cliente e perciò, lungi dall'avere natura assicurativa, determina la natura speculativa dello strumento finanziario; Trib. Lanciano, 6.12.2005, in Giur. comm., 2007, II, 131 per il quale "il contratto di interest rate swap, sottoscritto da un imprenditore in relazione ad un mutuo a tassi variabili da questi stipulato, è negozio aleatorio dotato di una funzione assicurativa che impedisce di ritenerlo privo di causa. Viceversa, se stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori di tale funzione legata all'attività imprenditoriale risulta assimilabile alla scommessa"; Trib. Torino, 10.04.1998, in Gius, 1998, 1898 "Il "domestic currency swap" è un contratto aleatorio con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in lire) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Pertanto, trattandosi di un contratto a termine su valori mobiliari soggetto alla disciplina della l. n. 1 del 1991, è nullo se non è stipulato in forma scritta e se non contiene l'indicazione della natura dei servizi forniti, delle modalità di svolgimento dei servizi stessi e dell'entità e dei criteri di calcolo della loro remunerazione. (In virtù del suddetto principio è stata dichiarata la nullità, ai sensi dell'art. 6, lett. c) della l. n. 1 del 1991, delle conferme di esecuzione di singole operazioni di acquisto, sottoscritte dal cliente per accettazione - in assenza dell'accordo quadro contenente le indicazioni prescritte dalla norma)"; Lodo 26.03.1996, in Banca, borsa tit. cred., 1996, II, 669, per il quale "Le leggi, la giurisprudenza interna, le circolari e le comunicazioni di Consob, Banca d'Italia, Ministero del Tesoro e le norme comunitarie hanno reiteratamente ed esplicitamente definito e qualificato il contratto di swap, ne hanno fissato le caratteristiche e le funzioni, ne hanno chiarito contenuto ed effetti, ne hanno disciplinato le modalità operative. Tutto ciò ha forgiato una struttura negoziale che respinge la applicabilità alla specie delle regole proprie dei contratti di gioco o di scommessa, qualificati come strumenti di azzardo e di alea fini a se stesse e svincolate da qualsiasi funzione che caratterizza i contratti di swap. Non si tratta certo dell'alea della scommessa o del gioco d'azzardo che non ha né corrispettivo né finalità di migliorare un utile o ridurre una perdita senza impegnare la propria esperienza o conoscenza della materia tanto che la mera speculazione dei giochi d'azzardo non ha nulla a che vedere con la gestione e i rischi dei contratti di swap"; Trib. Milano, 26.05.1994, in Banca, borsa tit. cred., 1995, II, 80, per il quale "il contratto di "interest rate swap" stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c.

variabile sottostante che spesso è rappresentata da un tasso di interesse, come l'*Euribor* o il *Libor*.

Nei contratti *swap* non si ha alcun capitale di rischio definito ma si assumono impegni futuri scadenziati nel tempo che richiedono per la loro corretta valutazione e piena consapevolezza dei rischi impliciti, una notevole conoscenza del mercato, delle informazioni che in esso vi circolano e dei modelli matematici di elaborazione tanto che solo strutture altamente organizzate sono in grado di gestirne un utilizzo diverso dalle sole forme di copertura.

Sul presupposto che nello swap la posizione di debito o di credito di una delle parti dipende dal verificarsi in un evento futuro ed incerto, parte della dottrina ha inizialmente ricondotto tale contratto alla figura del giuoco e della scommessa, con conseguente applicazione della disciplina normativa delle obbligazioni naturali, ai sensi e per gli effetti del combinato disposto degli artt. 1933 e 2034 cod. civ²².

²² In un primo tempo, ci si è orientati per la tesi della assimilabilità della figura degli swap alle obbligazioni naturali del gioco e della scommessa, purché, volta per volta, si fosse potuto provare in concreto l'intento meramente speculativo di almeno una delle parti contraenti. Non rilevando affatto la circostanza che l'altra parte fosse rappresentata da quello che tecnicamente oggi si definisce un intermediario finanziario a ciò abilitato. In presenza dei sopra menzionati connotati si è ritenuto che attraverso la conclusione di un contratto speculativo, privo di qualsivoglia finalità di *hedging*, ci si trovi al cospetto di una fattispecie avente la medesima identità di causa del gioco e della scommessa. Le fattispecie che hanno determinato le prime pronunce coinvolgevano banche o società di intermediazione mobiliare: si vedano: Trib. Milano, 24 .11.1993 e Trib. Milano, 26.05.1994, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 80. Nelle decisioni si rileva una prima propensione della giurisprudenza all'assimilazione dello swap al gioco, allorché sia provato l'intento meramente speculativo di almeno una parte contraente. Le motivazioni delle decisioni

In questa ottica, al creditore sarebbe spettato come unico rimedio il ricorso alla *soluti retentio*, intesa come causa di giustificazione di attribuzioni patrimoniali giuridicamente non dovute, mentre si sarebbe esclusa in capo allo stesso la possibilità di agire per il pagamento e si sarebbe riconosciuta, di contro, in capo al debitore la possibilità di non adempiere²³.

che hanno delineato questo indirizzo possono riassumersi nella sequenza logica: accertato in fatto che si tratta di operazioni speculative, in quanto non collegate all'esposizione al rischio di cambio o di interesse, si abbozza un'indagine di meritevolezza dell'interesse perseguito con il contratto concretamente posto in essere per poi ricondurre lo swap ad una fattispecie tipica la scommessa appunto con la quale ricorrerebbe identità di causa. In dottrina MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, op. cit., in *Quad. giur. imp.*, 1990, n. 3, 27 ss., il quale assimila lo swap concluso con fini speculativi al contratto differenziale e ritiene applicabile l'eccezione di gioco ex art 1933 cc; INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e Impr.*, 1988, 619 ss.; IRRERA, *Domestic currency swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro pad.*, 1987, II, 121; ANGERETTI, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. it.*, 1996, I, 2; INZITARI, *Profili del diritto delle obbligazioni: interessi legali e convenzionali, euro, divieto d'anatocismo, mutuo e tasso usuraio, compensazione, cessione di credito in garanzia, mandato all'incasso, swap sponsorizzazione, ricevute bancarie*, Padova, 2000. Prima della introduzione del c.d. Decreto Eurosim e del Testo Unico della Finanza avvenute, come è noto, negli anni 1996 e 1998, la dottrina e la giurisprudenza hanno discusso a lungo sulla riconducibilità dei contratti di swap nell'ambito della nozione di valore mobiliare: si vedano, esemplificativamente, Cass., 14 .11. 1997, n. 11279 in *Foro it.*, 1998, I, 3292 e Cass., 4.08. 2000, n. 10243, in *Foro it.*, 2001, I, 3320; nonché CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1991, I, 792. In termini riepilogativi sull'ampio dibattito dottrinario dei primi anni si vedano GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 259 ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, I, 131, per il quale "Il tema richiama una problematica antica e forse mai definitivamente risolta, quella dei rapporti tra il fenomeno "ludico", appunto, costituito dal gioco e dalla scommessa, e certe forme negoziali speculative conosciute dalla pratica di borsa, che la dottrina cataloga sotto la denominazione di contratti differenziali. La questione, com'è evidente, solleva interrogativi di carattere generale e "radicale", primo fra tutti quello dei limiti di generale ammissibilità (e tutelabilità) della speculazione mobiliare, specie se attuata nelle sue forme più estreme, in un ordinamento giuridico che, al pari di molti altri ordinamenti stranieri, relega all'ambito delle c.d. obbligazioni naturali le pretese derivanti da accordi in cui il "guadagno" e la "perdita" derivino esclusivamente da fattori casuali, secondo schemi negoziali che risultano pertanto assolutamente improduttivi. Cfr anche CATALANO, *Ancora sugli strumenti finanziari derivati, tra forma dei contratti ed ingiustificato arricchimento*, in *Foro it.*, 2003, I, 612; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op. cit., in *I contratti 2000*, 258 ss; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, I, 82 ss.

²³ Ai sensi dell'art. 1933, comma 2°, c.c., "il perdente...non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna

Tale costruzione e' stata ampiamente superata dalla giurisprudenza e dalla dottrina maggioritaria²⁴, che hanno ritenuto la stessa in contrasto con l'esigenza di costruire un sistema finanziario stabile ed efficiente. In questa prospettiva, si colloca l'intervento normativo risolutore, che con l'art. 23, 5° comma del

frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace". Sull'argomento v. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, I, 133; COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, II, 169 ss.; GRECO, *Domestic Currency swap, anticipazione bancaria e responsabilità della banca*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2006, 1, 143.

²⁴ Sulla non applicabilità dell'art. 1933 c.c. al contratto di *swap* prima ancora dell'intervento espresso del legislatore cfr. Cass., 19.05.2005, n.10598, in *Giust. civ. mass.*, 2005, 5; Cass., 15 marzo 2001, n.3753, in *Giur. it.*, 2001, 2085; Cass., 6.04. 2001, n.5114, in *Foro it.*, 2001, I, 2195; Cass. 7.09.2001, n.11495, in *Foro it.*, 2003, I, 612; Cass., 14 .11.1997, n.11279, in *Foro it.*, 1998, I, 3, 3307; Trib. Lanciano, 6.12. 2005, cit., in *Giur comm.*, 2007, II, 131 ss; Trib. Milano, 3.04.2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530 affermando che "non possono essere ritenuti contratti improntati a finalità meramente speculative e non possono comunque essere sottoposti alla previsione di cui all'art. 1933 c.c. i contratti di *swap* conclusi tra un intermediario finanziario abilitato(nella fattispecie una banca) e una società di capitali, particolarmente esposta nei confronti del sistema creditizio, operante sui mercati internazionali e dunque sensibile sia alle possibili variazioni dei tassi di interesse, sia alle fluttuazioni di cambi delle valute"; Appello Milano, 5.05.1998, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, 677; Trib. Milano, 20.02. 1997, in *Banca, borsa tit. credito*, 2000, II, 93. In dottrina CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 198 ss. per l'A "qualunque sia la scelta dell'interprete circa la natura aleatoria o commutativa dello *swap* domestico si dovrebbe in ogni caso giungere, sebbene seguendo strade diverse, alla non applicabilità dell'art. 1933 c.c."; RIMINI, *Contratti di swap e "operatori qualificati"*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 532, FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op cit., in *I Contratti*, 2000, 258 ss. Vi è tuttavia chi GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss. ritiene che l'esigenza di statuire l'espressa inapplicabilità dell'eccezione di gioco e scommessa allo *swap* rifletta invece la contrapposta argomentazione che un'area di interferenza tra i due campi effettivamente esista. Nello specifico, si ritiene che le operazioni negoziali poste in essere al di fuori di servizi di investimento (nei quali l'intermediario autorizzato garantisce che lo strumento derivato produca utilità di maggiore efficienza e liquidità del mercato finanziario) possano essere assimilate alla scommessa, con la relativa riespansione ed applicabilità dell'art. 1933 c.c., sempre qualora si verifichi in concreto che le medesime operazioni non producano comunque utilità effettive, rimanendo in ambito puramente speculativo (sarebbe certamente esclusa, quindi, dall'ambito di applicabilità dell'eccezione di gioco, la funzione del derivato di copertura del rischio, quale ottimizzazione della struttura debitoria dell'impresa).

T.U.F.²⁵ ha espressamente esentato l'intera categoria dei prodotti derivati dall'applicazione dell'art. 1933 cod. civ.

In tal senso, pare interessante ricordare due recenti sentenze della Suprema Corte, nelle quali si è affermato che la mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile a un gioco o a una scommessa, cui sia applicabile il regime giuridico dettato dall'art. 1933 c.c.²⁶

²⁵ Art 23, 5, comma T.U.F. *"Nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile"*.

²⁶ Cass., 19.12. 2007, nn. 26724 e 26725, in *I Contratti* 2008, 221 ss e *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., per la S.C. *"la mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un giuoco o ad una scommessa, cui sia applicabile il regime giuridico dettato dal citato art. 1933 c.c.; inoltre che, quando pure di vero e proprio gioco o scommessa si tratti, l'anzidetta norma è invocabile solo a condizione che vi sia stata partecipazione consapevole al gioco o alla scommessa di tutte le parti del rapporto. Ciò premesso, occorre subito osservare che l'acquisto e la vendita a termine di valuta e le altre operazioni finanziarie di cui nel presente caso si discute, pur comportando sicuramente un certo grado di alea e pur potendo essere anche ispirati da intenti speculativi da parte di chi quelle operazioni abbia disposto, non sono di per sé necessariamente riducibili ad una scommessa sul futuro andamento dei tassi di cambio, potendo altrettanto ragionevolmente fungere da strumenti di stabilizzazione del rischio"*. V. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107 ss.; MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giur.*, 2008, 230 ss. BONACCORSI, *Le Sezioni Unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Danno resp.*, 2008, 525; BRUNO, ROZZI, *Le Sezioni Unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 604; MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, 223; MAZZINI, *L'ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, I, 691; ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno resp.*, 2008, 525; SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432; SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *I Contratti*, 2008, 229; SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, I, 784; SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Le Società*, 2008, 449. Su questa materia è intervenuta molto recentemente la Corte di cassazione (Cass., 17.02.2009, n. 3773, in *Danno resp.*, 2009, 503 ss.), la quale ha affermato che l'attività degli intermediari finanziari non è assimilabile all'attività di una casa da gioco autorizzata per l'esistenza di dettagliate disposizioni normative che impongono all'intermediario di

Sull'argomento, attenta dottrina ha osservato come, in particolare, la mancata sussunzione della fattispecie degli *swap* nell'ambito dell'art. 1933 cod. civ. sia giustificata dalla diversa funzione economico sociale realizzata dalla scommessa rispetto a quella realizzata da siffatti derivati: nella prima ipotesi la funzione è meramente ludica, nella seconda è invece quella di creare nuova ricchezza mediante lo scambio su tassi di interesse o su valute, a prescindere dai motivi (soggettivi) che giustificano la stipulazione di tale contratto²⁷.

comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

²⁷ In termini riepilogativi del problema cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano, 2010, 245 ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 151 ss.; RAGNO, *Commodity swaps conclusi tra non intermediari e disciplina dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.* 2004, 01, 158, secondo l'A. "anche a voler ricomprendere i commodity swaps, analogamente ai DCS e diversamente da altri tipi di swap (si pensi, ad esempio, al currency swap), nell'ambito dei c.d. contratti differenziale, tra i DCS e la categoria dei contratti differenziali sarebbe effettivamente riscontrabile "qualche analogia" ed anche a voler accedere al risalente orientamento dottrinale secondo cui a tali contratti sarebbe applicabile la disciplina della scommessa, pare comunque meritevole di accoglimento la tesi secondo cui non sarebbe la dazione di una somma di denaro legata ad un evento futuro ed incerto, quale elemento tipico della scommessa, ad essere considerata con sfavore dal legislatore, bensì la circostanza che il trasferimento di ricchezza non sia socialmente utile. Come è stato recentemente rilevato in una pronuncia della giurisprudenza di merito, "l'eccezione di gioco di cui al citato art. 1933, 1° comma, trova applicazione solo quando il contratto soddisfa esclusivamente l'interesse a conseguire un guadagno per mero effetto di un'attività di tipo ludico o puramente aleatoria: qualora invece il contratto realizzi anche interessi ritenuti dall'ordinamento meritevoli di tutela, i diritti di credito che ne derivano possono essere fatti valere in giudizio.. a pur condivisibile esigenza di creare un sistema di protezione per i risparmiatori inconsapevoli, sottesa in modo più o meno esplicito alla tesi di chi riconduce alla scommessa gli swaps conclusi tra soggetti non autorizzati, pare del resto meglio assicurata dall'insieme delle disposizioni che riconoscono la riserva di attività, piuttosto che dall'applicazione dell'art. 1933 c.c."; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op. cit., in *I contratti* 2000, 258 ss; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, 1, 82 ss per il quale "in ragione della molteplicità di interessi che gli swaps in discorso possono realizzare, il problema dell'applicabilità dell'art. 1933, comma 1°, c.c. ai diritti di credito nascenti da tali contratti sembra potersi impostare solo distinguendo le singole fattispecie. Come infatti è stato osservato, l'eccezione di gioco trova applicazione solo quando il contratto soddisfa esclusivamente l'interesse a conseguire un guadagno per mero effetto di una attività di carattere ludico o della

In questi contratti, l'alea non è fine a se stessa, ma costituisce il mezzo per produrre un'attività economicamente apprezzabile. Di contro, nel contratto di scommessa il trasferimento di ricchezza è determinato dal caso o da elementi (quali l'abilità nell'eseguire un certo gioco o nel prevedere un certo fatto) diversi da quelli di regola necessari a produrre la ricchezza trasferita²⁸.

Altra dottrina ha avvicinato il contratto di swap al contratto di assicurazione, in ragione della natura aleatoria che accompagna la funzione di copertura del rischio, soprattutto per quanto riguarda il settore dei tassi di cambio delle valute²⁹.

sorte: qualora invece il contratto realizzi anche interessi ritenuti dall'ordinamento meritevoli di piena tutela, i diritti di credito che ne derivano possono essere fatti valere in giudizio (art. 1934 c.c., in materia di competizioni sportive; art. 1935 c.c., in tema di lotterie autorizzate; art. 5, r.d.l. 14 maggio 1925, n. 601, in materia di contratti di borsa; art. 23, comma 4°, l. 2 gennaio 1991, n. 1, in tema di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari) Sulla base delle premesse ora indicate, l'ambito di rilevanza dell'art. 1933, comma 1°, c.c., risulta limitato ai contratti di swap che perseguono interessi di carattere speculativo. La possibilità di sollevare l'eccezione di gioco è infatti certamente da escludersi con riferimento alle transactions dirette ad una miglior gestione del patrimonio aziendale: come si è appena detto, è la stessa coincidenza strutturale con la fattispecie propria della scommessa che in questo caso risulta mancare. Tale conclusione risulta conforme all'esito cui perviene l'orientamento dominante in dottrina e in giurisprudenza, il quale tuttavia, argomentando dagli scopi che inducono le parti a stipulare, si espone alla critica di attribuire rilevanza a circostanze - i motivi soggettivi delle parti - che nel nostro ordinamento risultano, salvo espressa previsione, giuridicamente irrilevanti".

²⁸ In particolare, il contratto di scommessa viene concluso a margine di una gara, di un gioco. L'insegnamento tradizionale definisce la scommessa come il negozio con cui le parti, assumendosi reciprocamente il rischio dell'esito di un gioco o dell'esattezza di un'opinione, si obbligano l'una verso l'altra a pagare la posta pattuita, nel caso in cui l'esito del gioco si verifichi in modo sfavorevole, oppure l'affermata opinione risulti sbagliata. In tal senso COSSU-SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente-Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 04, 401; SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, op. cit., in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 44 ss; VALSECCHI, *Il gioco e la scommessa. La transazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale fondato da CICU*, Milano 1986, 41; MOSCATI, *Il gioco e la scommessa*, in *Tratt. Dir. Priv.*, a cura di P. Rescigno, Vol. XIII, Torino, 1985 135 ss.

²⁹ BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2009, 06, 652, Per l'A. "la "vicinanza" fra derivati creditizi e contratti di

In particolare, si è evidenziato come non possa negarsi sul piano descrittivo una certa affinità tra i due strumenti, quantomeno sotto il profilo della distribuzione del rischio. Tuttavia, evidenti sono le diversità strutturali tra assicurazione e swap: nello swap non esiste la figura di un assicuratore che assume il rischio della controparte e lo neutralizza ripartendolo entro la massa degli assicurati, né tantomeno è prevista la figura di un assicurato che per essere garantito dal rischio versa un premio³⁰.

assicurazione è piuttosto evidente : così come il titolare di un bene fisico (ad es., una vettura) - che voglia mantenere il possesso del bene, ma voglia al contempo proteggersi dal rischio del suo perimento - stipula una polizza di assicurazione, analogamente il titolare del bene-credito - che sia interessato a mantenere il credito (ad es. perché preferisce mantenere la relazione diretta con il soggetto finanziato), ma intenda anche proteggersi dal rischio sottostante - stipula un credit default swap. Il corrispettivo (il flusso monetario certo) che il venditore di protezione pattuisce con la controparte per il rischio assunto (flusso monetario incerto) risulta assai simile al "premio assicurativo" che le compagnie di assicurazioni pattuiscono con gli assicurati. Se la logica "assicurativa" lo rende prossimo al contratto di assicurazione, la circostanza che il rischio assicurato sia per l'appunto il rischio di credito, lo rende, invece, prossimo al contratto di fideiussione: così come il creditore che ottenga una fideiussione, mantiene il credito, ma si protegge dal rischio dell'inadempimento del debitore, analogamente il protection buyer di un derivato creditizio ottiene una garanzia dal protection seller". RUGGERI, I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati, in I Contratti, 2003, 839 ss. Per l'A La funzione di copertura del rischio offerta dal Credit default swap potrebbe indurre ad assimilarlo al contratto di assicurazione contro i danni. In effetti il protection buyer, a fronte del deprezzamento dell'attivo sottostante al CDS, otterrebbe una somma che gli consentirebbe di azzerare o ridurre la perdita subita. Il protection seller, quindi, potrebbe assumere il ruolo dell'assicuratore che distribuisce il rischio su una massa omogenea di posizioni. L'A. suggerisce che non osterebbe a tale interpretazione la mancanza, per l'ipotetico "assicuratore", della possibilità di esercitare il diritto di surroga; benché tale diritto faccia parte della disciplina del contratto assicurativo, le parti possono, derogarvi, o tutt'al più, inserire una clausola contrattuale che preveda, al verificarsi del credit event, la cessione dell'attivo al protection seller.

³⁰ GILOTTA, In tema di interest rate swap, op. cit., in Giur. comm., 2007, II, 151 ss.. Per l'A. "risulta naturale innanzitutto associare lo swap al contratto di assicurazione, stante l'evidente affinità funzionale tra i due negozi. Se il profilo teleologico coincide, le differenze strutturali sono tuttavia evidenti: nello swap non vi è propriamente un "assicuratore", che assume il rischio della controparte e lo neutralizza ripartendolo entro la massa degli assicurati, e non vi è nemmeno, per converso, un "assicurato", che per esser sollevato dal rischio paga un corrispettivo, determinato sulla base delle statistiche attinenti al verificarsi del sinistro. In secondo luogo, ed in stretta correlazione con quanto appena osservato, diversa risulta la natura del rischio da cui ci si cautela, che, nel contratto di swap, deve presentare ben precise caratteristiche. Assumendo quale generale

concetto di rischio quella situazione di esposizione del patrimonio di un soggetto al verificarsi di un evento futuro ed incerto che possa lederlo in varia misura, peculiare risulta il profilo "relazionale" tra tale evento e le due situazioni soggettive coinvolte nell'operazione di "neutralizzazione del pericolo" attuata mediante lo *swap*; tale particolare atteggiarsi dell'evento futuro rispetto agli interessi patrimoniali esposti consiste in ciò: che alla possibile lesione degli interessi di una parte corrisponde, secondo una relazione perfettamente simmetrica, un beneficio uguale e contrario per la controparte. Questa relazione di rischio, peculiare, è neutralizzabile in maniera tendenzialmente più efficiente attraverso uno strumento, quale lo *swap*, che, mettendo in relazione due posizioni di rischio perfettamente simmetriche, trasferisce automaticamente quest'entità patrimoniale "fluttuante" dal soggetto che in base al caso se ne appropria al soggetto che, altrettanto casualmente, ne risulta spogliato, attraverso un'operazione che è sempre a "somma zero". Se riguardato da tale prospettiva, lo *swap* dovrebbe allora rivelarsi strumento teoricamente più efficace, rispetto all' *assicurazione*, per cautelarsi da rischi di tal genere, ed è in questa maggiore efficienza che risiedono, forse, la ragione e l'impulso "profondi" che ne hanno determinato la nascita e la diffusione: come già osservato, infatti, nello *swap* l'effetto di copertura dal rischio non è ottenuto dal c.d. protection buyer "verso corrispettivo", attraverso la corresponsione di un premio, come avviene nel contratto di *assicurazione*, ma attraverso un accordo in base al quale la parte che risulterà beneficiare della "direzione", imprevedibile, che assumerà l'evento di rischio, utilizzerà il "surplus" così ricevuto per ristorare la controparte del (corrispondente) danno subito, e viceversa laddove verrà a verificarsi la situazione opposta. Orbene, se tutto ciò è possibile solo laddove l'entità di tale surplus corrisponda esattamente all'entità della lesione, in presenza cioè di una relazione perfettamente simmetrica, e non quindi in relazione ad ogni tipologia di rischio, è nondimeno evidente che, all'integrarsi di tale presupposto, ed in una situazione in cui assenti o trascurabili sono i costi di transazione, lo *swap* offre un servizio di copertura "gratuito", a due soggetti bisognosi di protezione e non ad uno, laddove l' *assicurazione* offre tali benefici ad un unico protection buyer, ed a titolo oneroso". Sullo stesso argomento cfr. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, ESI, 2004, 1299; IRRERA, voce "Swaps", op cit., in Dig. disc. priv., sez. comm., XV, Torino, UTET, 1998, 314 ss.;

³¹ OREFICE, *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa*, in *I contratti*, 2011, 252 ss.; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op.cit., Milano, 2011, 79 per il quale "la risoluzione ex art 1467 c.c. non è applicabile non perché il contratto è aleatorio, ma perché la variazione dei tassi di interesse o di cambio non può considerarsi un avvenimento straordinario e nel contempo imprevedibile. Anzi è proprio la variabilità degli stessi a monte della causa negoziale e che giustifica lo scambio delle obbligazioni di pagamento determinate o determinabili in base a tali parametri". SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, op. cit., in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2010, 44. Secondo l'A. "la clausola con cui, nei contratti derivati, si esclude la risoluzione per eccessiva onerosità serve ad affermare che la variabilità delle prestazioni dei contraenti rientra nella normale alea del contratto (art 1467, comma 2° cod civ.9 oppure, se si vuole, a determinare per volontà delle parti il carattere aleatorio del contratto (art. 1469 co. Civ.). I contraenti accettano che uno dei contraenti possa essere chiamato a una prestazione particolarmente onerosa e rinunciano così a chiedere la risoluzione del contratto per eccessiva onerosità". COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, op cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, II, 172; CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, op.cit., Milano, 1999, 193 ss. per il quale "la risoluzione ex art. 1467 c.c. non può essere, quindi esperita in relazione a delle determinazioni quantitative, di volta in volta, assunte dall'indicatore finanziario, perché è proprio in dipendenza del diverso andamento del parametro che si realizza lo scopo per il quale il contratto di swap è stato concluso". In senso favorevole all'applicabilità delle norme in materia di risoluzione per eccessiva onerosità (sopravvenuta) della prestazione, di cui agli artt. 1467 e 1468 c.c., sia pure con qualche distinguo GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss, per il quale "L'inapplicabilità degli istituti della risoluzione per eccessiva onerosità e della rescissione per

La componente aleatoria presente nel contratto di swap non è tuttavia priva di conseguenze sul piano giuridico. Risultano inapplicabili a tale fattispecie gli istituti della rescissione per lesione di cui all' art.1448 comma, 4 c.c. e la risoluzione per eccessiva

lesione non è tuttavia assoluta ed incondizionata, dovendo la situazione di squilibrio "generare" dall'alea assunta in contratto: così, l'istituto dell'eccessiva onerosità sopravvenuta è applicabile anche ad un contratto aleatorio, laddove l'eccessiva onerosità derivi da fattori estranei all'alea dedotta in contratto; parimenti, il contratto aleatorio è rescindibile per lesione ultra dimidium laddove lo squilibrio, situato anche qui sul piano del nesso di corrispettività tra prestazioni, rivesta carattere "genetico" ed originario; laddove ad esempio lo sfruttamento dello stato di bisogno della controparte conduca ad "estorcere" alla stessa un prezzo sproporzionato per l'incerta prestazione (es. assicurativa) che le si offre in cambio. La natura aleatoria del contratto, pertanto, non impedisce che lo scambio, e la relazione di corrispettività comunque sussistente alla base del contratto, possano risultare in vario modo "incongrui": nel caso dello swap, in particolare (ma considerazioni analoghe potrebbero farsi probabilmente anche per l'assicurazione), l'esistenza di un mercato, capace come tale di esprimere a livello aggregato prezzi di equilibrio, fornisce un parametro di riferimento oggettivo su cui poter costruire tale giudizio di congruità, altrimenti inevitabilmente vago se non addirittura arbitrario". Cfr. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *Trattato RESCIGNO-GABRIELLI, I contratti del mercato finanziario*, diretto da GABRIELLI E LENER, t.II, Torino 2004, 1087. È necessario tuttavia sottolineare come il carattere aleatorio del contratto non escluda sempre e comunque i rimedi della rescissione per lesione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, in quanto, come autorevole dottrina non ha mancato di sottolineare (v. BIANCA, *Diritto civile*. 5. *La responsabilità*, Milano, 2001, 402), tali rimedi potrebbero risultare applicabili qualora lo squilibrio contrattuale, originario o sopravvenuto che sia, dipenda da fattori completamente estranei all'alea dedotta nel contratto ed anzi tali da alterarne l'effettiva operatività. All'opposto, in favore della natura commutativa di tale strumento finanziario, v. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, t.II; ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, op.cit., in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 613 ss. Si noti che gran parte delle operazioni di swap viene documentata sulla base di contratti modello quali quello dell'*International Swaps and Derivatives Association, Inc.* - precedentemente denominata *International Swap Dealers Association, Inc.* - (ISDA), dell'Associazione Bancaria Italiana e della Federazione Bancaria Europea. Non è questa la sede per esaminare la natura giuridica e il contenuto dei contratti modello, ma si consideri che nella prassi questi modelli subiscono delle modifiche e/o integrazioni che hanno la finalità di meglio tutelare gli interessi delle parti (va da sé che se il contratto è concluso tra una banca e un investitore poco sofisticato sarà la banca a predisporre la documentazione che verrà sottoscritta passivamente dall'investitore). Il contratto modello più utilizzato è sicuramente quello predisposto dall'ISDA (i vari documenti ISDA sono rinvenibili al sito www.isda.org). Per un esame della sua struttura e, in particolare, delle cd. clausole di *netting* cfr. RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, 539. Per alcuni aspetti di diritto internazionale privato e processuale e, in particolare, sull'impiego di clausole derogatorie della giurisdizione cfr. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 12.

onerosità sopravvenuta, sul presupposto che nei contratti aleatori il rischio di una (sopravvenuta) sproporzione nei rapporti tra prestazione e controprestazione rientra nella struttura contrattuale finendo per essere accettato e voluto dalle parti a cui è precluso il ricorso ai predetti istituti, al fine di potere riequilibrare le reciproche posizioni contrattuali.

Ulteriore dottrina ha poi accostato il contratto di *swap* alla permuta³¹: in particolare sulla base del rilievo che il bene-denaro oggetto di scambio non viene qui propriamente in rilievo come mezzo di *pagamento* per la corresponsione di un bene o di un servizio, secondo lo schema del dare/fare contro prezzo proprio della vendita, della somministrazione o dell'appalto, ma come bene in sé.

Tuttavia, si è ritenuto ostativo alla piena riconducibilità dello *swap* al tipo permuta, da un lato, la perfetta identità dei due beni oggetto di scambio, se intesi nella loro materialità. Dall'altro, l'esistenza di una clausola, quella di c.d. *netting*, la quale, stante

³¹ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, 602 ss, il quale, pur propendendo nettamente per la sostanziale atipicità del negozio, lo avvicina comunque ad una "sorta di permuta finanziaria, dove il denaro scambiato non fungerebbe da prezzo, ma troverebbe la sua ragione di essere proprio nella disomogeneità finanziaria delle reciproche prestazioni pecuniarie. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss, per l'A. "osta tuttavia alla piena riconducibilità dello swap al tipo permuta da un lato la piena, perfetta identità dei due beni oggetto di scambio, se intesi nella loro materialità(28), dall'altro l'esistenza di una clausola, quella di c.d. *netting*, la quale, stante appunto la piena omogeneità dei beni oggetto di reciproco scambio, impone una compensazione che cancella sistematicamente tale scambio in fase esecutiva, trasformandolo in un'attribuzione unilaterale "per differenza", non quantificabile ex ante, e dalla "direzione" parimenti non determinabile a priori" Cfr. anche DE IULIIS, *Lo swap d'interessi e di divise nell'ordinamento italiano*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, I, 401 ss.; BERNARDINI, *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir comm. Int.*, 1989, 13 ss..

appunto la piena omogeneità dei beni oggetto di reciproco scambio, impone una compensazione che cancella sistematicamente tale scambio in fase esecutiva, trasformandolo in un'attribuzione unilaterale "per differenza", non quantificabile *ex ante*, e dalla "direzione" parimenti non determinabile a priori³².

Scopo finanziario prevalente del contratto di swap è, come si è detto, la copertura della propria posizione di rischio. Tuttavia, non mancano nel mercato finanziario operazioni effettuate con finalità meramente speculative. Anche in quest'ultimo caso dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che i contratti swap meramente speculativi esulano comunque dalla previsione di cui all'art. 1933 c.c.³³.

Giova sottolineare che l'acceso dibattito circa la esatta identificazione della natura del contratto derivato e la sua eventuale sussunzione nella categoria del giuoco o scommessa non si è registrato soltanto nell'esperienza giuridica italiana: il codice civile

³² Più ampiamente GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss.

³³ Favorevoli all'esclusione dell'applicabilità dell'art 1933 c.c. allo swap stipulato per fini meramente speculativi si sono espressi CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 224 ss, per il quale "qualora anche entrambe le parti concludessero il contratto con intenzioni speculative, lo swap domestico non potrebbe essere considerato aleatorio, in quanto è ben noto che i moventi subiettivi e psicologici, che hanno spinto le parti a stipulare un accordo contrattuale, non si identificano con requisito essenziale della causa di esso e non hanno, di regola, rilevanza giuridica." AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, 128 ss; GIULIANI, *Negli swap manca l'intento ludico*, in *Dir. prat. trib.*, 1996, fasc. 3, 1072. In senso contrario MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, op. cit., in *Quad. giur. imp.*, 1990, n. 3, 28 ss. che ritiene allo swap concluso con fini speculativi applicabile l'art 1933 c.c.

tedesco, con la norma del § 764 del B.G.B., ha equiparato le operazioni differenziali al giuoco o scommessa, con conseguente identità di trattamento³⁴; mentre la *House of Lords* britannica, con decisione del 1991, ha statuito l'inammissibilità di tali operazioni, in quanto speculative, da parte degli enti pubblici locali³⁵.

³⁴ Nell'ordinamento giuridico tedesco il *Differenzgeschäft* è espressamente disciplinato e la dottrina tedesca applica ai contratti differenziali previsti dal BGB al § 764, la disciplina della scommessa. La dottrina tedesca per valutare se un contratto di swap assolve una precisa funzione economica indica quali criteri la proporzione fra l'operazione ed il giro d'affari delle parti oppure il loro patrimonio, o la verifica dell'effettiva esistenza di un interesse economico derivante da obbligazioni sottostanti: SCHAFER, *Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gemafi, §§ 762, 764 BGB*, in ZIP, 1986, 1306; KUMPEL, *Zum Termin und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäfte*, in Wertpapier-Mitteilungen, 1986, 661 e segg; VON BULOW, *Swap Transaction in Germany*, in Butterworths J. Int'l Bank. & Fin'l L., 1991, agosto, 382, in cui si fa riferimento ad un 'master agreement' messo a punto sul mercato tedesco. Molto interessanti i riferimenti alla 'esecutività' del contratto di s. solo se inteso come contratto future: altrimenti, si dice, «le corti tedesche possono considerare gli accordi di s. contratti di giuoco e come tali ineseguibili». Per i riferimenti all'ordinamento tedesco ed alla dottrina, si rimanda a COSSU-SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente- Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, op. cit., in Banca, borsa tit. cred., 2010, 04, 414; CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, 244 ss.; GHISELLI, *Profili civilistici e fiscali degli strumenti finanziari derivati (options, futures, swaps, caps, floors, collars)*, in Boll. Trib., 1997, n. 17, p. 1254; ANGERETTI, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in Giur. it., 1996, 9; LOBUONO, *Intermediazione mobiliare e mercati a termine: l'esperienza italiana e tedesca*, in Contr. e impr., 1992, 249 ss.; INZITARI, *Swap (contratto di)*, op. cit., in Contratto e impr., 1988, 597 ss.; LOBUONO, *Intermediazione mobiliare e mercati a termine: l'esperienza italiana e tedesca*, in Contr. e impr., 1992, 249 ss.

³⁵ HOUSE OF LORDS, 24 gennaio 1991: nel caso *Hazell v. Hammersmith and Fulham*, in LBC 1991, (pubblicata in Banca borsa tit. cred. 1991, II, p.433 e Foro it., 1992, IV, 309) . Per House of Lords "Lo swap è il contratto attraverso il quale due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, due somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (generalmente tassi di interesse e/o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento. Di regola, alla scadenza o alle scadenze concordate, viene effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di una compensazione volontaria. Il contratto di swap comporta necessariamente un profitto o una perdita a seconda della fluttuazione dei tassi di interesse e/o di cambio ed è sempre sorretto da un intento speculativo. Quando detto contratto viene stipulato da un ente pubblico territoriale (borough council) esso è ultra vires e dunque contrario alla legge". Sull'argomento cfr. GIGLIO, *Esiste un «Law of unjust enrichment» nel diritto inglese?*, in Contratto e impr.-Europa, 2000, 149; AGOSTINELLI, *Struttura e funzioni dei contratti di swap*, in Banca, borsa tit. cred., 1991, 437; più ampiamente CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in Foro it., 1992, IV, c.310, per l'A. "La Camera dei lords ha, invece, disputato sui massimi sistemi, ritenendo affatto ultra vires i contratti di swaps conclusi da un ente locale. Le prime battute dell'intervento di lord Templeman sembrano promettenti, nella misura in cui egli

Al pari di quanto avvenuto nel nostro ordinamento con l'art. 23, 5 comma TUF che ha esentato i derivati dall'applicazione dell'art. 1933 c.c. la citata norma del B.G.B. tedesco è stata abrogata, con effetto dal 1° luglio 2002, da una disposizione di legge speciale (art.9 della quarta legge di promozione del mercato finanziario)³⁶.

afferma che «gli swaps possono creare o eliminare la speculazione. Nella maggior parte dei casi, il vantaggio ottenuto da un fruitore dello s. market consiste nell'eliminazione di speculazione ed incertezza». Ben presto, tuttavia, emergono le motivazioni proprie di una 'sentenza di condanna': «i contratti furono conclusi [dagli amministratori dell'HFLB] nella speranza che il carico di interessi da pagare nel rispetto dei mutui accesi dalla giunta potesse essere mitigato dai profitti derivanti dai contratti di s., laddove la giunta avesse pronosticato con successo i movimenti dei tassi d'interesse». Più avanti, viene rigettata la possibilità che uno swap possa essere visto a guisa di 'contratto parallelo' di un contratto di mutuo, anche perché, a parere dei lords, «la gestione del debito non è una funzione. Essa è un'espressione che è stata coniata in questa fattispecie per descrivere l'attività di un operatore che accede al mercato degli s. allo scopo di ottenere profitti che possano essere impiegati nel pagamento degli interessi sui mutui . . . L'amministrazione del debito è un'espressione che descrive attività prudenti e legali svolte da un ente locale. Se i contratti di s. fossero legali, un ente locale avrebbe l'opportunità di considerare la possibilità di concludere tali contratti come parte del suo dovere di amministrazione del rischio. Ma se un contratto di swap non è legale, conseguentemente non è legittimo per un ente locale portare a termine un tale contratto sotto la veste di debt management». Così opinando, i lords mettono in off-side anche i contratti conclusi nel periodo della strategia provvisoria (ritenuti legittimi dai giudici d'appello) e, rispondendo alle banche che argomentavano la possibilità di avvicinare gli s. al contratto di assicurazione, affermano che «un contratto di s. basato su una somma capitale ipotetica di un milione di sterline, con il quale un ente locale promette di pagare alla banca diecimila sterline se il tasso LIBOR sale dell'uno per cento e la banca promette di pagare all'ente diecimila sterline se il tasso LIBOR scende dell'uno per cento è più simile al gambling che all'assicurazione». Una tale opinione sui contratti di swap non può essere condivisa in toto, per i motivi sopra esposti e per un'ulteriore considerazione, messa in luce da chi ha correttamente osservato che «la House of Lords . . . identificando l'alea giuridica con l'alea economica, esclude che un contratto aleatorio possa avere in concreto la funzione di limitare . . . un rischio economico. Tale era la posizione della nostra dottrina fino agli anni '50», a fronte della quale la più recente tende a distinguere i due tipi di rischio. Infatti, l'alea giuridica «ha a che fare con il rapporto tra prestazione e controprestazione . . . Per alea economica, invece, si intende la probabilità di ottenere determinati valori con riferimento alle variabili prese in considerazione». Già, immediatamente dopo la pubblicazione del decisum in questione, c'è stato chi ha ritenuto che «l'opinione maturata dai lords sul mercato degli s. è stata superficiale»; ciò anche in considerazione degli effetti pratici prodotti dalla decisione stessa. La prima conseguenza, infatti, è che nessuno dei contratti di s. conclusi dagli enti locali inglesi potrà essere eseguibile coattivamente, cosicché le controparti di tali enti locali non avranno azione alcuna per ottenere quanto dovuto in esecuzione del contratto: se è vero questo, è però anche vero il contrario, cioè a dire che le banche potranno ripetere quanto già versato alle local authorities più fortunate dell'HFLB in esecuzione dei contratti invalidi».

³⁶ Sull'argomento amplius GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, 1133 ss.

Sull'argomento pare interessante richiamare una recente sentenza di merito, variamente analizzata³⁷, che ha riproposto la questione dell'applicabilità dell'art.1933 c.c., osservando che lo swap si configura come *"un contratto tipicamente aleatorio, che assume la funzione, di un contratto di assicurazione, se stipulato da imprenditore in relazione ad un mutuo contratto con la Banca, perché lo copre dall'alea connessa alle fluttuazioni dei tassi di interesse e di cambio e che è invece assimilabile alla scommessa se stipulato a mero scopo speculativo, al di fuori di tale funzione legata all'attività imprenditoriale"*.

Secondo questa decisione, sembrerebbe che il dato normativo codificato nell'art. 23 T.U.F, che esclude espressamente l'applicazione

³⁷ Trib. Lanciano, 6.12.2005, in *Giur. comm.* 2007, 1, II, 131, secondo il Tribunale *"l'interest rate swap trattasi di un contratto con il quale le parti stabiliscono un certo tasso di interesse, e, a seconda che il tasso di un contratto di mutuo già esistente diventi nel tempo inferiore ovvero superiore a detto tasso, il cliente è costretto a pagare una somma aggiuntiva, ovvero la Banca assume il rischio di un tasso più elevato. Si tratta, in sostanza, di una forma di assicurazione, che il cliente stipula, per coprirsi dal rischio che un eccessivo rialzo dei tassi incida troppo sul mutuo esistente, costringendolo a pagare interessi troppo elevati e da lui non sopportabili. E' evidente, invece, che se il tasso resta inalterato, ovvero scende, il cliente è tenuto a pagare una somma aggiuntiva pari alla differenza col tasso stabilito in contratto"*. Cfr. GILOTTA, In tema di interest rate swap, op cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss. Per l'A. *"la pronuncia del tribunale di Lanciano s'inserisce così pienamente nel solco di una giurisprudenza che, seppur con un atteggiamento di progressiva, crescente apertura verso il contratto di swap, non sembra finora giunta ad un incondizionato e diffuso riconoscimento della figura negoziale in esame...il Tribunale di Lanciano sembra più in particolare far propria quella che è l'impostazione giurisprudenziale più risalente (e restrittiva) in materia; nelle prime pronunce che hanno affrontato il tema dei rapporti tra swap e scommessa il criterio discrezionale tra l'area del "meritevole di tutela", e quindi del "coercibile", e l'area invece dell'incoercibile, presidiata dalla disposizione di cui all'art. 1933 c.c., viene infatti individuato negli "scopi" (o "motivi", secondo altra terminologia) perseguiti dalle parti attraverso la stipulazione del contratto: laddove l'obiettivo dei contraenti sia quello di coprirsi dai rischi connessi all'oscillazione dei tassi di interesse, i giudici non esitano a riconoscere gli interessi realizzati dal negozio come meritevoli di tutela, e negano recisamente l'applicabilità dell'art. 1933 c.c. (così è nel caso in esame); laddove invece scopo delle parti sia quello di speculare sulle variazioni dei tassi stessi, al di fuori di qualunque esigenza di tipo "assicurativo", il contratto viene senza esitazioni ricondotto nell'alveo delle scommesse non azionabili"*.

dell'art.1933 c.c. per gli strumenti derivati, non si estenda allo swap speculativo stipulato per esigenze non imprenditoriali³⁸.

Orbene, sul presupposto della funzione di copertura dei rischi finanziari propria degli strumenti derivati, la dottrina ha individuato un'ampia tipologia di rischi, cui corrispondono diverse specifiche forme di strumenti derivati sui quali ci soffermeremo nei prossimi paragrafi³⁹. Basti qui solo ricordare che le principali forme di rischio finanziario sono:

-*Rischio di mercato*: con cui si indica la variazione del valore di mercato di una posta di bilancio, sia attiva che passiva:

³⁸ Se si può pertanto affermare, con relativa sicurezza, l'inapplicabilità dell'eccezione di gioco agli *swap* aventi funzione di copertura dai rischi correlati alle oscillazioni dei tassi d'interesse più problematico è poter giungere ad analoghe conclusioni in relazione agli *swap* di tipo speculativo; qui, in effetti, l'affinità tra le due figure è piena e completa: più in particolare, nel momento in cui il negozio cessa di essere utilizzato per gestire in vario modo situazioni di rischio preesistenti, lo stesso assume il ruolo di strumento propriamente "creatore" di rischi nuovi ed "artificiali", correlati ad altrettanto inedite possibilità di guadagno, secondo quanto propriamente avviene con la scommessa. L'affinità è massima ed immediatamente percepibile laddove lo *swap* presenti struttura differenziale (com'è nella maggior parte delle ipotesi, laddove operi la clausola di *netting*): qui le parti si impegnano reciprocamente ad effettuare, l'una nei confronti dell'altra, un'attribuzione pecuniaria, il cui ammontare e (prima ancora) la cui "direzione" dipendono da un evento futuro ed incerto, costituito in questo caso dall'andamento del tasso d'interesse. Il discorso tuttavia non muta nell'ipotesi in cui non operi la clausola di *netting* (o, il che è lo stesso, ove non si propenda per attribuire alla pattuizione in questione la capacità di alterare la struttura del negozio): le parti in tal caso si impegnano ad effettuare reciproche attribuzioni patrimoniali (nella medesima valuta), una delle quali legata, nel suo ammontare, ad un parametro variabile ed incontrollabile, l'andamento dei tassi di mercato. Cfr. sul punto, FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op. cit., in *I contratti 2000*, 263; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 83 ss.

³⁹ In tema di rischio e di sua gestione si veda: VIOLI, *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Il Mulino, Bologna 2000, 1 ss; PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili, regime fiscale*, op. cit., Egea, Milano, 1997, 30 ss.; MORI, *Swap: una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, Padova, 1990, 1 ss; MORI, *Il rischio di interesse*, Cedam, Padova, 1992, 5 ss.

-*Rischio di cambio*: determinato dalla possibilità di conseguire perdite economiche in seguito a una variazione sfavorevole dei tassi di cambio⁴⁰;

-*Rischio di tasso*: che riguarda la possibilità che le fluttuazioni dei tassi di interesse possano influenzare il valore di mercato di attività e passività;

-*Rischio di liquidità*: esso può essere determinato da improvvise necessità di cassa, originate da sfasamenti del ciclo finanziario o da una non corretta gestione della tesoreria, oppure da difficoltà riguardanti sia il costo che la possibilità di smobilizzare attività finanziarie liquidabili⁴¹;

-*Rischio di credito*, originato da eventuali inadempienze del debitore.

⁴⁰ Il rischio di cambio riguarda le sole attività e le passività espressi in valuta estera

⁴¹ Per ogni tipologia di rischio esistono specifici strumenti di copertura; pertanto esisteranno tante forme di contratti derivati quanti sono i rischi.

2.1.-L' Interest Rate Swap

La più comune forma del contratto di swap è l'*Interest Rate Swap* (di seguito solo IRS), con il quale due parti si obbligano ad eseguire reciproci pagamenti nella stessa divisa, il cui ammontare viene determinato applicando al c.d. valore nozionale due diversi tassi di interesse presi come parametro di riferimento⁴².

⁴² Sulla storia e la diffusione dell' *interest rate swap* vedasi in termini esemplificativi CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op.cit., Milano, 2011, 10 ss.; RACUGNO, *Lo swap*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 41 ss., per l'A. "nell'interest rate swap, meglio noto come IRS, due parti, che si sono obbligate con terzi a tassi differenti (una indebitata a tasso fisso e l'altra a tasso variabile, con la prospettiva, rispettivamente, di riduzione e di aumento dei tassi) convengono di regolare, alla scadenza di ciascun periodo di maturazione di interessi, la differenza fra i due ammontari. Un tipico schema è quello in cui una parte A si impegna a pagare all'altra parte, B, flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad un prefissato tasso fisso su un capitale nominale, per un certo numero di anni. Contemporaneamente, B, si impegna a pagare ad A flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad un tasso variabile sullo stesso capitale, per lo stesso periodo di tempo. Mediante un interest rate swap una società può trasformare il suo debito a tasso variabile o a breve termine in un debito a tasso fisso e medio-lungo termine. Con questo swap è possibile indicizzare i mutui ipotecari a tasso fisso. Di regola il contratto è stipulato direttamente tra due controparti, solitamente bancarie, che si scambiano flussi calcolati su un tasso fisso contro un tasso variabile sulla base di un importo nozionale. Il rischio controparte di un IRS dunque è essenzialmente un rischio bancario: ma l'ultimo anello di questa catena è inevitabilmente il sottoscrittore del mutuo ipotecario"; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 504 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 62 ss. Per l'A. "lo swap nasce tipicamente nella versione interest rate quale strumento per modificare le condizioni di indebitamento di due parti senza incidere sulle condizioni originarie del prestito"; BRUNO, *Qualificazione di "strumento finanziario" del contratto di Interest rate swap ed applicazione del rito societario*, in *Il Corriere del merito*, 2009, 259 ss; AFFERNI, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Le Società*, 2008, 6, 755, che evidenzia anche: "Chiarito che il contratto di Irs è un contratto di scambio bisogna ora vedere se è un contratto commutativo ovvero aleatorio e questo anche per stabilire se siano applicabili le norme in tema di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. Considerando che il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio (che sono infatti i pagamenti o flussi finanziari) né tanto meno ha rilevanza causale, si dovrebbe ritenere che i contratti di Irs abbiano natura commutativa. Non dovrebbe assumere alcun rilievo il fatto che il contratto di swap sia concluso per finalità speculativa anziché di copertura. La finalità di copertura o speculativa riguarda i motivi, ossia le ragioni pratiche che hanno spinto le parti a concludere il contratto e, in quanto tali, non incidendo sulla causa (intesa chiaramente in senso strettamente giuridico), dovrebbero esser irrilevanti. Nella prassi, comunque, questo dubbio interpretativo si può risolvere inserendo nel contratto di Irs una previsione ad hoc che miri ad escludere la possibilità di chiedere la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta"; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 135 ss; DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, 3, 391 ss.; INFANTINO, *Verso una finanza innovativa. Gli «swaps» sui tassi di interesse: aspetti*

In altri termini, con il contratto di interest rate swap due contraenti, uno dei quali è solitamente un intermediario finanziario, si scambiano flussi di interesse futuri relativi ad un determinato capitale di riferimento (cd capitale nozionale).

Generalmente, al debitore di un mutuo che comporta il pagamento di interessi a tasso fisso, fermo restando il contratto originario, viene offerta la possibilità di stipulare in aggiunta al precedente contratto, un diverso contratto (lo swap di tasso di interesse) che preveda di pagare per il futuro un importo determinato in base ad interessi calcolati secondo tassi variabili, indicizzati a determinati parametri e, contestualmente, di ricevere dall'intermediario finanziario il pagamento di un importo determinato sulla base di interessi a tasso fisso⁴³.

finanziari e contabili, in *Nuova Rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2003, n. 1, 70 ss.; FINARDI, RUGGERI, *Interest rate swap e fallimento*, in *I Contratti* 2003, n. 1, 97; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, op. cit., in *Riv. dir. comm. int.*, 1999, 65; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, 636; AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 437.

⁴³ SANGIOVANNI, *Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*, op. cit., in *I Contratti*, 2012, 132 ss. L'A. osserva come "la conclusione di uno swap su tassi d'interesse è generalmente preceduta da un altro rapporto intercorrente fra le parti, per effetto del quale è sorta una situazione debitoria del cliente nei confronti dell'intermediario finanziario. Tipicamente la banca ha precedentemente concesso un finanziamento a tasso variabile. I mutui a tasso variabile sono rischiosi per il debitore, in quanto se i tassi si alzano l'onere finanziario diventa più pesante e- qualora l'aumento dei tassi sia consistente- può diventare non più gestibile dal punto di vista dell'economia aziendale. Le difficoltà finanziarie emergono con una certa facilità in quanto l'aumento dei tassi va a colpire proprio un soggetto già indebitato che, oltre a dover restituire il capitale al suo valore nominale, si trova esposto alla necessità di corrispondere interessi in misura talvolta non più sopportabile"; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 505 ss.

Il vantaggio o svantaggio dell'operazione è dato dal differenziale fra i due importi che può essere positivo o negativo per il beneficiario, a seconda dei parametri di riferimento e, soprattutto, dell'evoluzione della curva dei tassi di interesse che può variare, anche in misura significativa rispetto alle previsioni effettuate al momento della conclusione del contratto.

Al contrario, al debitore di un mutuo a tasso variabile si offre di stipulare un contratto che prevede il pagamento all'intermediario di interessi a tasso fisso sul medesimo capitale e di ricevere da quest'ultimo un importo determinato in base ad un tasso variabile.

Anche in questo caso il vantaggio o svantaggio è determinato dal differenziale, in base a quanto indicato sopra. Una precisazione importante. Il contratto di mutuo originario non viene toccato ed il debitore continua a pagare gli interessi ivi stabiliti al mutuante. In forza del contratto di swap stipulato con l'intermediario finanziario (che, generalmente, non è neppure il concedente il mutuo), i due contraenti, come si è visto, regoleranno fra loro, ad ogni scadenza, le differenze emergenti di segno opposto, positive o negative, sulla base dell'applicazione delle clausole contrattuali.

In questo modo il debitore continuerà a pagare gli interessi sul mutuo, ma se il tasso previsto dallo swap è a suo favore riceverà importi dall'intermediario finanziario che contribuiranno a bilanciare

i maggiori importi versati al mutuante quali interessi sul mutuo.

Viceversa, se in base al tasso previsto dallo swap matureranno importi in favore dell'intermediario finanziario, il debitore oltre a pagare i normali interessi sul mutuo dovrà sostenere anche il pagamento di questi importi con un ulteriore aggravio per la sua situazione finanziaria.

Autorevole dottrina ha definito l'IRS un contratto consensuale ad effetti obbligatori, a prestazioni corrispettive, *intuitu personae*, di durata, innominato e di natura commutativa⁴⁴.

In particolare, l'IRS si basa sullo sfruttamento delle diverse

⁴⁴ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 103 ss; OREFICE, *L'invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, in *I Contratti*, 2011, 3, 244; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 63 ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 135 ss; AFFERNI, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, op.cit., in *Le Società*, 2008, 6, 755, che rileva altresì come: "L'Irs, innanzitutto, è un contratto sinallagmatico. La prestazione di una parte trova la sua giustificazione nella controprestazione dell'altra. Perché si possa parlare di Irs è necessario poi che il contratto preveda più pagamenti (non necessariamente le parti devono eseguire lo stesso numero di pagamenti). Terzo elemento tipico della fattispecie è che l'ammontare dei pagamenti sia determinato o determinabile in base a parametri di riferimento diversi. Negli Irs tali parametri sono i tassi di interesse (ad es. quelli indicati su un determinato quotidiano o su un particolare mercato o su una determinata pagina web). Da quanto sopra risulta chiaro che la causa del contratto di Irs è lo scambio di pagamenti e il motivo è la gestione di un rischio finanziario. In realtà, il motivo, che in quanto tale non incide sul tipo contrattuale o sulla sua causa, oltre a quello di proteggersi da una variazione dei tassi (potremmo parlare di motivo di copertura o di hedging) può essere quello di speculare su tali variazioni. Non necessariamente la prestazione e la controprestazione devono essere equivalenti da un punto di vista economico. Chiarito che il contratto di Irs è un contratto di scambio bisogna ora vedere se è un contratto commutativo ovvero aleatorio e questo anche per stabilire se siano applicabili le norme in tema di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta... Vista la natura commutativa degli Irs possiamo ora aggiungere che si tratta di contratti consensuali, ossia che si perfezionano nel momento in cui chi ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'accettazione. Inoltre si tratta di contratti ad effetti obbligatori (le parti si impegnano ad eseguire pagamenti futuri) e a prestazioni corrispettive (con conseguente applicazione, tra l'altro, degli artt. 1456, 1460, 1462 e 1463 c.c.). Infine gli Irs sono contratti ad esecuzione continuata o periodica e trovano quindi applicazione le regole di cui agli artt. 1360, comma 2, 1373, comma 2, e 1458, comma 1, c.c."; DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, 3, 391 ss.; PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 1995, 1, 0082.

capacità di accesso al mercato finanziario che ogni soggetto possiede, permettendo, quindi a due parti di potere modificare l'interesse applicato senza andare ad incidere sul prestito originariamente contratto⁴⁵.

Esso nasce per far fronte ad esigenze di copertura dei rischi derivanti dalle oscillazioni imprevedibili dei tassi di interesse variabili al momento della contrattazione o dell'indebitamento⁴⁶.

Solitamente fanno ricorso a tale strumento finanziario le imprese indebitate a tasso variabile al fine di trasformare il proprio debito in tasso fisso ed evitare le fluttuazioni legate alle variazioni dei tassi di

⁴⁵ PISAPIA, *L'invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, in *I Contratti*, 2011, 3, 244, l'A. osserva come "in linea generale, l'interest rate swap è utilizzato normalmente (o almeno è stato creato soprattutto per questo scopo) per effettuare operazioni di copertura del rischio legato alla variazione di un indice sottostante, rappresentato dal tasso di interesse inerente ad una posizione base cui si collega (normalmente, un contratto di finanziamento o di leasing) (funzione c.d. di "protezione" o anche di "hedging"). In tal caso, il contratto, almeno nella sua forma più semplice (c.d. "plain vanilla"), prevede che una delle parti (il cliente ossia un'impresa, ente pubblico ma anche semplice persona fisica-consumatore) paghi un tasso di interesse fisso e riceva dall'altra (l'intermediario finanziario) uno variabile, trasformando, in tal modo, una passività a tasso variabile in una a tasso fisso, e consentendo al cliente di annullare il rischio relativo alla variazione del tasso di interesse medesimo. Accanto ad una funzione protettiva, però, lo swap può atteggiarsi anche a strumento meramente speculativo con cui le parti, letteralmente, scommettono sulla variazione del tasso di interesse sottostante (funzione di "trading"). La distinzione, rilevante ai fini delle regole applicabili, non è sempre di immediata percezione. A fini interpretativi, la Consob, in una sua comunicazione, ha avuto modo di precisare che sono considerate di copertura le operazioni su strumenti finanziari derivati quando: i) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente (c.d. "posizione base" che, solitamente, come detto, è un contratto di leasing o di finanziamento); ii) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza - ad es. coincidono le data di scadenza del contratto con quello del pagamento degli interessi del finanziamento - tasso di interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine nonché iii) le condizioni di cui ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne dell'intermediario finanziario ed approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno".

⁴⁶ GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 140 ss.

interesse⁴⁷.

Sul punto, si rammenta che la normativa italiana in materia di finanza degli enti locali - oggetto di indagine prevalente del presente scritto - ha espressamente previsto la possibilità di ricorrere al rimedio del IRS solo per finalità di copertura del debito e di protezione dal rischio del rialzo dei tassi di interesse e giammai per mere finalità speculative.

Da un punto di vista strettamente normativo, il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali trova regolamentazione nell'art. 202 del Testo Unico sugli Enti Locali, D. Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (c.d. T.U.E.L.), il quale, prevedendo che *"il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti"*, fissa il principio generale in base al quale l'indebitamento di tali enti può essere destinato a finanziare solo spese in conto capitale e non spese correnti. Invero, la stessa norma consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio e per altre destinazioni di legge, così legittimando interpretazioni distorsive di tale principio generale. La successiva normativa di riferimento è l'art. 41 della legge 28 dicembre

⁴⁷ Sull'argomento cfr. Trib. Lanciano, 06.12. 2005, in *Giur. comm.*, 2007, 131, cit., per il quale *"il contratto "interest rate swap", se stipulato da un imprenditore che intenda tutelarsi dalla oscillazione dei tassi in riferimento ad un mutuo a tassi variabili, ha una precisa logica che impedisce di ritenerlo privo di causa, ed è irrilevante che i tassi di riferimento stabiliti, in concreto si siano rivelati lontani da quelli di mercato, rientrando ciò nell'alea tipica del contratto"*.

2001 n. 488 (legge finanziaria per il 2002) ed il decreto n. 389 dell' 1 dicembre 2003, con cui il Ministro dell'Economia ha approvato il regolamento disciplinante l'accesso da parte degli Enti Locali al mercato dei capitali nonché i criteri generali per l'ammortamento del debito e per le operazioni in strumenti finanziari derivati.

In tale ottica numerosi Comuni italiani al fine di perseguire finalità di ammortamento del debito, ed in particolare per cercare di alleggerire gli oneri finanziari connessi a mutui stipulati a tasso fisso con gli istituti di credito (*in primis* con la Cassa Depositi e Prestiti) hanno fatto ampio ricorso a tale sofisticata forma di ingegneria finanziaria⁴⁸.

Nella recente prassi finanziaria, si assiste ormai al diffondersi di un duplice fenomeno: l'utilizzo congiunto di piu' derivati che vengono posti in connessione tra loro per dare vita ad un'unica operazione economica e la predisposizione di schemi-tipo il cui fine e' quello di precisare la causa dei contratti e, di conseguenza evitare che detti

⁴⁸ NADOTTI, *I derivati nelle P.A. locali*, Milano 2009, 39 ss.; FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *La Responsabilità civile*, 2010, 742 ss.; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 2, per l'A. "la situazione di evidente difficoltà finanziaria e di crisi di liquidità in cui si trovano gli enti territoriali (tanto per gli impegni assunti dall'Italia a livello comunitario con l'adesione all'UEM, quanto, a livello nazionale, per l'accresciuta autonomia e assunzione di maggiori responsabilità derivanti dalle riforme costituzionali in senso federalista, cui ha fatto da contraltare la riduzione dei trasferimenti erariali ed il passaggio da una finanza locale derivata ad una autonoma) hanno indotto il legislatore nazionale a studiare, e consentire, le forme attraverso le quali gli enti territoriali potessero accedere a fonti di finanza alternativa ed al mercato dei capitali quasi come se fossero aziende private. In quest'ottica vanno lette le prime disposizioni normative richiamate contenenti un'embrionale disciplina speciale per quanto riguarda l'operatività in strumenti di finanza innovativa delle autonomie locali; parallelamente il sistema bancario e finanziario è diventato comprimario nella scena della finanza pubblica".

strumenti finanziari possano essere considerati diretti a perseguire finalita' speculative⁴⁹.

Per spiegare tale fenomeno, la dottrina ha elaborato le categorie dei derivati c.d. sintetici, definiti come una <<*sintesi economica frutto della combinazione di unita' contrattuali giuridicamente distinte*>> e dei derivati c.d. complessi, costituiti dal <<*connubio tra derivati che la volonta' delle parti fonde in un unico titolo negoziale*>>⁵⁰.

Per comprendere la diffusione del fenomeno dei derivati sui tassi di interesse, basti solo pensare che in base a recenti stime

⁴⁹ V. Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, Commissione 6° del Senato della Repubblica 8 luglio 2009, (Finanze e Tesoro), in cui si legge "la gestione del debito deve essere finalizzata a ridurre gli oneri per la collettività tenuto conto dei rischi connessi con le operazioni effettuate. Gli strumenti finanziari derivati, ove correttamente utilizzati, possono contribuire a ridurre i rischi connessi con le operazioni di indebitamento degli enti e rendere più stabile il profilo degli oneri attesi. Per evitare comportamenti opportunistici nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, volti per esempio a posticipare alcuni oneri a esercizi futuri, occorre una regolamentazione che, nel rispetto dell'autonomia degli enti, definisca principi e vincoli efficaci, in particolare riguardo alla tipologia delle operazioni consentite; occorre anche un attento monitoraggio che disincentivi i comportamenti elusivi. In sostanza, si tratta di completare la regolamentazione introdotta nel corso degli ultimi anni. Il ricorso a strumenti finanziari derivati comporta impegni per le finanze degli enti per periodi di tempo relativamente lunghi. Esso deve trovare adeguata rappresentazione contabile. Bilanci pubblici più trasparenti possono favorire una maggiore responsabilità degli enti e un più attento controllo delle loro politiche di indebitamento". A proposito della combinazione di più tipologie di derivati, si legge: "le tipologie dei contratti derivati sono molto differenziate. Si sono diffusi schemi complessi, frutto di tecniche di ingegneria finanziaria, che possono essere sostanzialmente rappresentati come combinazioni di più derivati di base (i cosiddetti *plain vanilla*); in questi casi i contratti sono denominati solitamente come "esotici".

⁵⁰ V. ancora Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, Commissione 6° del Senato della Repubblica 8 luglio 2009, (Finanze e Tesoro), pg 8 ss; Cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 120 ss., secondo l'A. "le combinazioni di derivati non possono equipararsi né strutturalmente né funzionalmente ai cc.dd derivati sintetici. A dire il vero, non è neppure corretto introdurre una categoria di derivati sintetici siccome distinta dalla classe dei titoli sintetici. I derivati sintetici altro non sono che operazioni sintetiche aventi ad oggetto contratti derivati"; MIGLIACCIO, *L'attività sui mercati mobiliari: intermediazione e finanza derivata*, Roma, 1996, 339; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» derivati: strumenti per la copertura del rischio per nuove forme di speculazione finanziaria?* op. cit., in *Banca borsa titoli credito*, 1995, I, 365.

finanziarie, si calcola che nel secondo quadrimestre del 2009 l'84,5 % delle attività bancarie concernenti i derivati negoziati negli Stati Uniti d'America riguardasse proprio gli *interest rate swap*, per un valore pari all'incirca a 171 miliardi di dollari⁵¹.

Nell'ambito degli interest rate swap si distinguono tre tipologie:

(1) I *plain vanilla swap*, detti anche *coupon swap* o *generic swap*, che rappresentano il modello base di swap. Sono contratti in cui la parti si impegnano a scambiarsi reciprocamente flussi di interessi, di cui uno calcolato sulla base di un tasso fisso (*fixed rate payer*) ed uno a tasso variabile (*floating rate payer*). Un contratto *plain vanilla* può essere *par* o *non par*.

I contratti *par* sono strutturati in modo tale che le prestazioni delle due controparti sono agganciate al livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto; a tale data il contratto ha quindi un valore di mercato nullo per entrambe le controparti.

⁵¹ Dati tratti: *Comptroller of the currency, administrator of American Bank, quarterly report 2009* in <http://www.occ.treas.gov>. in cui si legge "The notional value of derivatives held by U.S. commercial banks increased \$804 billion in the third quarter, or 0.4%, to \$204.3 trillion. U.S. commercial banks reported trading revenues of \$5.7 billion trading cash and derivative instruments in the third quarter of 2009, up 11% from \$5.2 billion in the second quarter. Net current credit exposure decreased 13% to \$484 billion. Derivative contracts remain concentrated in interest rate products, which comprise 84% of total derivative notional values. The notional value of credit derivative contracts decreased by 3% during the quarter to \$13 trillion". Gli istituti più attivi sono risultati a livello internazionale essere le statunitensi JP Morgan e Goldman Sachs, la prima detenendo contratti derivati su tassi d'interesse per un valore nozionale all'incirca di 56 miliardi di dollari, la seconda per un totale di 35,4 miliardi.

I contratti *non par*, invece, presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato. In generale, i termini finanziari della transazione vengono riequilibrati attraverso il pagamento di una somma di denaro alla controparte che accetta condizioni più penalizzanti pur di incassare la somma di denaro; tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di *up front* sulla cui nozione si ritornerà nei successivi paragrafi⁵²:

(2) I *basis swap*, in cui entrambi i flussi di cassa sono calcolati sulla base di un tasso variabile (*floating-for-floating*)⁵³;

(3) I *cross currency interest rate swap* (o CCIRS), in cui i contraenti si scambiano periodicamente flussi monetari in diversa valuta calcolati con diversi tassi di interesse (fisso contro fisso,

⁵² VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 825; AMBROSINI-DEMARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 291. In giurisprudenza cfr. Trib. Bologna, 14.12.2009, in *Resp. civ.*, 2010, 823, per il quale “dentro un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo), la variante della clausola upfront - o pagamento anticipato che dir si voglia - sconta ovviamente l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene il pagamento anticipato; ma però non muta la funzione economico-giuridica del contratto: essa resta lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti - correndo il rischio della loro differenza - si sono obbligate a scambiarsi. Il contratto dal punto di vista economico non è destinato funzionalmente a produrre un debito ma, al contrario, a produrre un guadagno e - nella sua funzione economica - è uno strumento di investimento di risorse, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una somma (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento e che verrà a maturazione per tutto il tempo di durata del contratto) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra”.

⁵³ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 183 ss.

variabile contro fisso, fisso contro variabile) in cui i capitali sono dei nozionali e non sono oggetto di scambio tra le parti⁵⁴.

I contratti di *interest rate swap* possono presentare clausole aggiuntive che li rendono molto più complessi (che vengono denominati solitamente "esotici")⁵⁵, rispetto a quelli *plain vanilla* in tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si

⁵⁴ Cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 104 ss.

⁵⁵ Questi ricomprendono, ai sensi dell'allegato I, sez. C, n.10 Direttiva MiFid: <<contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (future), swap, contratti a termine su tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o sono soggetti a regolari richieste di margini". Ai sensi dell'art 38, comma 3, regolamento CE 1287/06, si considera che un derivato rientri nella categoria dei derivati esotici se ha come attività sottostante una delle attività previste nel medesimo allegato I, se C. n.10, e abbia le caratteristiche, e di <<altri strumenti finanziari derivati>> e cioè <<qualora soddisfi una delle seguenti condizioni : a) il contratto è regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una o più parti, per ragione diversa dall'inadempimento o altro evento che determini la risoluzione; b) il contratto è negoziato in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione; c) le condizioni di cui al paragrafo 1 sono soddisfatte in relazione al contratto>>. V anche l'elenco art. 1 co. 2 let. j) del TUF che riprende la direttiva MiFID <<contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, i cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini>>. Sull'argomento GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 54 ss.; DEL BENE, *Strumenti finanziari e regole MiFid*, Milano 2009, 131 ss; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit., Torino, 2008, 86 ss.

potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche molto sofisticate⁵⁶.

Ad esempio, nel caso dei contratti con strutture cosiddette *collar*, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "corridoio", definito da un tetto (cosiddetto *cap*) e da un valore minimo (cosiddetto *floor*). Anche tali contratti "esotici" possono essere *par* o *non*.⁵⁷

⁵⁶ Così SALATINO, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2010,117 ss., per il quale "lo stesso swap c.d. *plain vanilla* può presentare delle varianti che lo rendono più complesso rispetto a quella che è la sua forma più elementare. Tali contratti possono essere *par* o *non par*. Sono *par* quando le prestazioni in essi dedotte sono agganciate al livello dei tassi di interesse corrente al momento della stipula del contratto. A tale data, pertanto, il contratto ha un valore di mercato nullo per entrambi le parti. Sono invece *non par* quei contratti le cui prestazioni non sono agganciate al livello dei tassi di interesse correnti al momento della loro stipula. Pertanto, già in tale momento, il contratto presenta un valore di mercato negativo per una delle parti. Tale valore negativo viene controbilanciato mediante il versamento di una somma, il c.d. *up-front*, alla parte che accetta le condizioni deteriori".

⁵⁷ Al fine di mitigare la rischiosità di un'operazione di swap, le parti possono accordarsi per stabilire dei limiti massimi e minimi al di sopra (*cap*) o al di sotto (*floor*) del quale il tasso variabile non potrà andare. Il *cap* rappresenta una garanzia per il soggetto che si obbliga a corrispondere il tasso variabile, in quanto può stabilire che se il tetto di riferimento, ad esempio L'Euribor, supererà una determinata soglia, comunque non pagherà più del *cap*; il *floor* rappresenta invece una garanzia per il soggetto che percepisce il tasso variabile, in quanto può stabilire che, se il tasso di riferimento scenderà al di sotto di una determinata soglia, comunque percepirà almeno il *floor*. L'opzione *collar* è una combinazione delle due innanzi esposte e prevede che il tasso variabile che viene pagato dal soggetto obbligato non può superare un tetto massimo o scendere al di sotto di una soglia minima. Sull'argomento cfr. SALATINO, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi italiana: un nuovo scandalo finanziario*, op. cit., in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2010,117 ss, secondo il quale "in questi contratti vi sono delle clausole in virtù delle quali la determinazione dei flussi di cassa oggetto di scambio tra le parti, dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche particolarmente complesse. Tra questi contratti «esotici», possono essere menzionati i contratti con strutture c.d. *collar*, nei quali una delle parti paga il tasso variabile solo se lo stesso è ricompreso entro un determinato «corridoio», delimitato da un valore massimo (c.d. *cap*) e da un valore minimo (c.d. *floor*). Anche i contratti «esotici» possono essere *par* o *non par*".

2.2.- Il Currency Swap

Il *Currency swap* consiste in un accordo concluso tra due parti con passività o attività finanziarie denominate in due differenti valute, con o senza l'intervento di un intermediario. Esso si articola nello scambio di capitale e interessi a tasso fisso di un prestito, definito in una valuta, contro il capitale e gli interessi a tasso fisso di un prestito definito in un'altra valuta⁵⁸.

Negli *swap* su valute, le parti indicano l'importo del capitale in ciascuna delle due valute. Solitamente, i capitali sono scambiati all'inizio ed alla fine dello *swap* e sono scelti in modo da essere approssimativamente equivalenti in base al tasso di cambio corrente all'inizio dello *swap*.

In pratica, ciascuna parte corrisponderà all'altra interessi sulla base del tasso proprio della valuta presa a prestito alle scadenze pattuite, versando alla fine solo il differenziale tra i tassi delle due valute. Se

⁵⁸ GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 106 ss., il quale a proposito delle finalità di tale strumento afferma "lo swap di valute viene frequentemente impiegato per tradurre in moneta nazionale i risultati di una raccolta di capitali denominati in una valuta diversa da quella del paese di appartenenza dell'emittente. Il currency swap trova così largo impiego come strumento di conversione della raccolta di euroobbligazioni (o, come oggi usa dirsi, xeno obbligazioni), vale a dire di titoli denominati in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'emittente"; così RACUGNO, *Lo swap*, op cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, 42 ss. Più ampiamente sull'evoluzione del currency swap CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op cit., Milano, 2011, 34 ss. Dello stesso Autore cfr. *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*, in *Giur. comm.* 2011, 1, 196; Id. *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate end currency swaps*, in *Dir. Comm. Int.*, 1992 80; SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, op. cit., in *I Contratti 2009*, 1138 ss.; COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, II, 168 ss; DE IULIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, 394; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op cit., in *I contratti 2000*, 258 ss.; MEMMO, *Nuove strategie imprenditoriali di copertura del rischio di cambio: il contratto di domestic currency swap*, in *Dalle res alle new properties*, a cura di DE NOVA, INZITARI, TREMONTI, VISENTINI, Milano, 1991, 132; INZITARI, *Sponsorizzazione*, in *Contratto e impresa*, 1988, 597 ss.

invece, il *currency swap* sottende una passività finanziaria, ciascuna parte si impegna a pagare il debito dell'altra; se viceversa, sottende un'attività finanziaria, ciascuna parte riscuote il credito dell'altra⁵⁹.

Con un accordo di swap le due società possono impegnarsi a scambiarsi alla scadenza i rispettivi importi sulla base di un dato rapporto di cambio e la convenienza o meno dell'operazione dipenderà dall'andamento della divisa presa in considerazione alla scadenza convenuta.

Dal punto di vista finanziario si tratta dello scambio tra le parti del rispettivo indebitamento in valute diverse.

La funzione economico-sociale del *currency swap* è quella di tenere indenne l'operatore (il cliente) dal rischio di oscillazione del cambio fra diverse valute nel periodo intercorrente fra il momento in cui ha maturato un credito in valuta estera e il momento della scadenza⁶⁰.

⁵⁹ Si consideri questo esempio per meglio comprendere la struttura del derivato: si supponga che la società A sia indebitata in franchi svizzeri e che la società B sia a sua volta esposta in dollari. Si supponga ancora che i debiti abbiano eguale scadenza e che entrambe le parti siano tenute a versare ai rispettivi creditori gli importi entro un anno.

⁶⁰ Parte della dottrina definisce il *currency swap* come meccanismo contrattuale finalizzato ad evitare rischi, in caso di interscambi o di rapporti di import/export tra operatori commerciali, a motivo delle fluttuazioni monetarie che potrebbero verificarsi tra il momento della sottoscrizione di un contratto e quello della sua esecuzione v. CAFARO, *Strumenti finanziari derivati: materia complessa anche per il giudicante*, in *Il Corriere del merito*, 2004, 10 ss. In particolare sulla funzione del *currency swap* si veda AFFERNI, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, op cit., in *Le Società*, 2008, 6, 755, che rileva altresì come: "Nel tentativo di dare delle definizioni giuridiche esaustive, gli Irs (e gli *Interest rate and currency swap*) sono stati spesso assimilati ai *domestic swap*. In realtà quest'ultima fattispecie deve collocarsi tra il contratto differenziale semplice e il contratto di vendita a termine con patto compensativo. Tecnicamente, infatti, nel *domestic swap* si ha un unico pagamento mentre negli Irs la pluralità di pagamenti è un elemento tipico della fattispecie. Vi sono poi molti altri tipi di swap (si pensi ad esempio ai *debt-equity swap*, ai *total rate of return swap*, ai *credit default swap*) e spesso sono state fatte delle generalizzazioni. In realtà tutti i tipi di swap sopra nominati prevedono strutture contrattuali diverse ed hanno funzioni finanziarie diverse. Fatta questa premessa, e tralasciando gli aspetti finanziari degli Irs, vediamo ora gli aspetti squisitamente giuridici di questi contratti derivati finanziari"; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op. cit., in *I Contratti* 2000, 259 ss.

Negli ultimi dieci anni, le operazioni di swap sui cambi delle valute hanno assunto una rilevante importanza nei mercati finanziari, coinvolgendo società commerciali, banche e società finanziarie, enti pubblici, e finanche Stati⁶¹.

Le dimensioni del fenomeno sono confermate da quanto accaduto nel 2001, all'indomani dell'entrata in vigore dell'Euro. La Grecia concludeva con due importanti banche internazionali, la Goldman Sachs e Jp Morgan, operazioni per svariati miliardi di euro aventi ad oggetto *currency swaps*.

Lo Stato greco, invece di aumentare il proprio indebitamento, emettendo titoli di stato, concludeva alcuni *currency swaps*: con l'operazione chiamata **Arianna** cedeva i ricavi (futuri) delle lotterie e con l'altra, denominata **Eolo**, cedeva le tasse di atterraggio aeroportuali, ottenendo una rilevante somma di denaro con cui finanziare il deficit del comparto sanitario⁶².

⁶¹ Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali, alla fine del 2008, il valore nozionale dei contratti derivati era uguale a circa 425.000 miliardi di euro, pari a circa dieci volte il PIL mondiale. Si trattava, nella maggior parte dei casi, di strumenti negoziati direttamente tra gli operatori interessati allo scambio, al di fuori di mercati regolamentati. Con riguardo alle tipologie contrattuali, il 70% del totale dei derivati si riferiva a tassi di interesse. In Italia, il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti era uguale a circa 9.200 miliardi di euro. La gran parte dei derivati aveva come parametro di riferimento una variabile dei mercati finanziari (tassi d'interesse, tassi di cambio e altri indicatori finanziari), mentre risultava limitata l'operatività in derivati su credito. I dati sono ripresi da documenti ufficiali di cui all'*Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni*, Senato della Repubblica, 6^a Commissione "Finanze e tesoro", febbraio-luglio 2009.

⁶² STORY, THOMAS, SCHWARTZ, *Wall St. helped to mask debt fueling Europe 's crisis*, in *New York Times* del 13.02.2010 in cui si legge " *The crisis in Greece poses the most significant challenge yet to Europe's common currency, the euro, and the Continent's goal of economic unity. The country is, in the argot of banking, too big to be allowed to fail. Greece owes the world \$300 billion, and major banks are on the hook for much of that debt. A default would reverberate around the globe*"; SORRENTINO, *La Ue chiede chiarezza alla Grecia*, in *Il Sole 24 Ore* del 16.02.2012; DE ROLD, *Cds Grecia segnalano default in cinque anni al 99%. Ma Atene non è Buenos Aires. Ecco*

Dopo l'acuirsi della crisi economica greca, queste operazioni sono state oggetto di attenta verifica da parte della Commissione Europea. Secondo alcuni economisti queste operazioni - lungi dal ridurre il deficit nazionale- avrebbero contribuito ad occultare il forte indebitamento statale, in quanto, lo Stato ellenico avrebbe classificato nel bilancio tali operazioni non come prestiti (rischiosi) a lunga scadenza ma come vendite con pagamenti differiti⁶³.

Piu' recentemente, la Corea del Sud e la Cina hanno concordato di estendere il loro accordo di *currency swap* in valuta per l'equivalente di 56,5 miliardi di dollari a fronte dell'incertezza globale e delle turbolenze finanziarie. L'attuale accordo swap won-yuan, raggiunto nell'aprile 2009, valeva l'equivalente di 33.500 milioni di dollari al tasso corrente won-dollaro⁶⁴.

L'intesa è di poco successiva ad analogo accordo che la Corea del Sud e il Giappone hanno firmato per incrementare il loro *currency*

perché, in *il Sole24Ore.com* del 2 marzo 2012. Secondo varie fonti giornalistiche che trovano la più accreditata nel *New York Times* e nel *Der Spiegel* il vantaggio dei derivati che i giganti di Wall Street hanno venduto alla Grecia per abbellire i propri bilanci era che non figuravano come nuovo debito, ma semplicemente come cessioni. Per questo Atene, nonostante un debito superiore al 100% del proprio Pil, sarebbe riuscita a promuovere manovre di peso sul deficit senza incrementare il debito pubblico. Con un po' d'ironia i derivati che alleggerivano il deficit greco prendevano nomi mitici come Eolo o Arianna. In pratica con swap su valute e flussi di cassa paesi come la Grecia avrebbero ottenuto denaro fresco senza intaccare il debito, ma avrebbero anche appesantito i propri bilanci futuri con degli impegni via via più gravosi. In pratica, sottolinea il *New York Times*, il meccanismo dei mutui subprime che prestavano soldi a chi non aveva garanzie sufficienti in cambio di oneri crescenti nel tempo, sarebbe stato applicato anche a stati sovrani dell'unione monetaria del Vecchio Continente.

⁶³ Cfr. ancora STORY, THOMAS, SCHWARTZ, *Wall St. helped to mask debt fueling Europe 's crisis*, op. cit., in *New York Times* del 13.02.2010; SORRENTINO, *La Ue chiede chiarezza alla Grecia*, op. cit., in *Il Sole 24 Ore* del 16.02.2012.

⁶⁴ SIM-SEO, *South Korea Boosts China Currency Swap in Three-Year Deal*, in *www.businesweek.com*

swap ad una cifra equivalente a 70 miliardi di dollari rispetto agli originari 13 miliardi di dollari.

Le operazioni così brevemente descritte sono state poste in essere per ridurre i rischi derivanti dall'eccessiva volatilità che i mercati dei cambi hanno registrato negli ultimi anni, conseguenza delle notevoli turbative in altri mercati finanziari.

Accanto al *currency swap*, la prassi finanziaria ha introdotto il *domestic currency swap*⁶⁵.

In base a tale strumento derivato due operatori della stessa nazionalità si obbligano a corrispondere l'uno all'altro, alla scadenza stabilita, la differenza tra il valore di una somma in valuta estera, al momento della conclusione del contratto, ed il valore della stessa somma alla scadenza del contratto⁶⁶.

⁶⁵ GIRINO, *I contratti derivati*, op.cit., Milano 2010, 107; AFFERNI, *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, op.cit., in *Le Società*, 2008, 6, 755; COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, op.cit., in *Banca borsa tit. credito*, 2006, II, 168 ss; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op.cit., in *I Contratti* 2000, 259 ss., l'A. osserva che "il domestic currency swap può fornire una copertura dei rischi legati alle oscillazioni dei rapporti di cambio, specie per gli imprenditori che esercitano un'attività di importazione o di esportazione e devono sostenere i pagamenti in valuta estera in tempi diversi rispetto all'esecuzione delle prestazioni (di consegna o di servizio) da parte del soggetto straniero; una medesima esigenza di contenimento dei rischi legati alla variazione del rapporto di cambio può sussistere per gli operatori finanziari che nell'ambito della loro attività professionale si espongono verso terzi in valute straniere, o che svolgono comunque un'attività legata allo scambio delle valute. Esso può inoltre essere uno strumento di speculazione, quando le parti, o una parte, mirano a ottenere un lucro come mero effetto della variazione di cambio, confidando (e rischiando) su un certo andamento della stessa o prevedendo un periodo di instabilità valutaria a suo favore. In questo caso la finalità speculativa può realizzarsi anche attraverso la cessione a terzi della stessa posizione contrattuale, ove non sia stata esclusa dalle parti"; IRRERA, *Domestic Currency Swap: un nuovo contratto atipico?*, in *Foro pad.*, 1987, II, 121. In giurisprudenza cfr. Trib. Reggio Emilia, 12.06.1996 (ord.), in *Dir. fall.*, 1996, II, 720, ove il Tribunale osserva che "...la funzione del Domestic currency swap è quella di eliminare il rischio di cambio derivante da incassi o pagamenti di somme in valuta estera che l'imprenditore esportatore o l'importatore debbono, rispettivamente, ricevere o effettuare in un determinato periodo di tempo".

⁶⁶ In giurisprudenza Cass., 07.09.2001, n. 11495, in *Giust. civ. Mass.* 2001, 1650; Trib. Torino, 12.11.1998, in *Gius* 1999, 1084 per il quale "il contratto di "domestic currency swap" è l'accordo con cui due parti si obbligano reciprocamente a corrispondere, alla scadenza di un termine

In pratica, le parti si impegnano a versare o riscuotere, ad una data prestabilita, un importo determinato, in base al differenziale del tasso di cambio contrattuale. Tale contratto si differenzia dal currency swap nel quale i contraenti sono di diversa nazionalità.

Gli elementi fondamentali che caratterizzano tale contratto sono: la data di stipulazione (*trade date*) ed il capitale di riferimento (*notional principal amount*) che non viene scambiato dalle parti, ma svolge unicamente la funzione di permettere il conteggio degli interessi.⁶⁷

Il *Currency domestic swap* si è diffuso in Italia alla fine degli anni ottanta per garantire gli operatori dal rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio delle divise ed evitare che gli stessi incorressero nelle violazioni della normativa valutaria (art.6 lettera c del D.p.r. 31.3.1998, n.148 successivamente abrogata) che all'epoca impediva ai residenti di stipulare operazioni con controparti di nazionalità estera

convenzionalmente stabilito, una somma di denaro in valuta nazionale di ammontare pari alla differenza tra il valore (espresso in lire) di una somma di valuta estera, al tempo della conclusione del contratto, e il valore della stessa somma di valuta estera, alla scadenza predeterminata"; Trib. Milano, 20.02.1997, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, 82 secondo cui "La funzione economico - sociale dei contratti di "domestic currency swap", intesa come neutralizzazione di un rischio valutario e finanziario, è meritevole di tutela anche quando il contratto persegua una finalità di mera speculazione e impedisce pertanto l'applicabilità dell'eccezione di gioco".

⁶⁷ GRECO, *Domestic currency swap, anticipazione bancaria e responsabilità della banca*, op.cit., in *Resp civ. e prev.*, 2006, 1143, per l'A. "in particolare, il domestic currency swap è il contratto mediante il quale le parti si impegnano a versare o riscuotere a una data prestabilita un importo determinato in base al differenziale del tasso di cambio contrattuale e di quello corrente alla data di scadenza dell'operazione. Alla scadenza prefissata dell'operazione le parti dovranno regolare le eventuali differenze che si saranno registrate tra il livello del cambio inizialmente pattuito e il cambio che invece si registra in quel momento. Gli elementi fondamentali che caratterizzano tale contratto sono: la data di stipulazione (*trade date*); il capitale di riferimento (*notional principal amount*) che non viene scambiato dalle parti, ma svolge unicamente la funzione di permettere il conteggio degli interessi; la data di inizio (*effective date*) ossia la data a partire dalla quale cominciano a maturare gli interessi; la data di scadenza (*termination date*) del contratto; la data di pagamento (*payment date*), corrispondenti alle date in cui vengono scambiati i flussi di interessi; il tasso di riferimento da utilizzare come tasso variabile e le relative modalità di rilevazione".

aventi ad oggetto cambi a termine o opzioni⁶⁸.

Il *domestic currency swap* è stato talvolta ricondotto alla figura della compravendita a termine di valuta, allorché risulti diretto al conseguimento di finalità speculative.⁶⁹ Tuttavia, evidenti sono le differenze rispetto alla compravendita sia per la mancanza di corrispettività tra le prestazioni delle parti (oggetto del contratto

⁶⁸ Ci si riferisce alla normativa del d.l. 6 giugno 1956, n. 476 convertito in legge 25 luglio 1956, n. 786, che all'art. 7 disponeva: "Le cessioni, gli acquisti e ogni altro atto di disposizione concernenti le valute estere... non possono essere effettuati nel territorio della Repubblica se non in contropartita con l'Ufficio italiano dei cambi, con la Banca d'Italia o con aziende di credito autorizzate..." e all'art. 6, 2° comma, lett. c), d.P.R. 31 marzo 1988, n. 148 che stabiliva il divieto per i residenti di effettuare operazioni in cambi a termine su valute estere. Tale preclusione è venuta a cadere con l'entrata in vigore del d.m. 27 aprile 1990, il cui art. 1, 2° comma, lett. e) dispone: "I residenti sono autorizzati in via generale ad effettuare con contropartite estere operazioni in cambi a pronti, a termine o con opzione". F. ROSSI, *op. cit.*, 607, nota 5, ritiene che continuerebbero, tuttavia, a persistere vincoli in materia di offerta al pubblico in Italia di *swaps*, sia di interessi che di valute, da parte di non residenti, poiché la conclusione delle relative operazioni sarebbe soggetta agli adempimenti di cui all'art. 5, 4° comma, del d.m. 27 aprile 1990. Auspicava una maggiore libertà dei privati in ambito valutario, complice anche l'influenza comunitaria: CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio, op.cit.*, in *Cont. e imp.*, 1988, 397. Sull'argomento più ampiamente PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *op.cit.*, *Dir. comm. int.*, 1999, I, 63 ss; CAPUTO NASSETTI, *Della causa del contratto di swap domestico*, in *Studium iuris*, 1998, 245; CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana, op. cit.*, in *Foro it.*, 1992, IV, 313.

⁶⁹ COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, *op. cit.*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, II, 168 ss.; FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa, op.cit.*, in *I Contratti 2000*, 259 ss., il quale effettua un'ampia ricostruzione del fenomeno. In termini di compravendita a termine di valuta cfr. in giurisprudenza Trib. Torino, 10.4.1998, in *Gius.*, 1998, 1898, secondo il quale "il domestic currency swap" è un contratto aleatorio con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in lire) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Pertanto, trattandosi di un contratto a termine su valori mobiliari soggetto alla disciplina della l. n. 1 del 1991, è nullo se non è stipulato in forma scritta e se non contiene l'indicazione della natura dei servizi forniti, delle modalità di svolgimento dei servizi stessi e dell'entità e dei criteri di calcolo della loro remunerazione. (In virtù del suddetto principio è stata dichiarata la nullità, ai sensi dell'art. 6, lett. c) della l. n. 1 del 1991, delle conferme di esecuzione di singole operazioni di acquisto, sottoscritte dal cliente per accettazione - in assenza dell'accordo quadro contenente le indicazioni prescritte dalla norma); Trib. Milano, 3.01.1996, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, II, 550, per il quale "qualora risulti diretta al conseguimento di finalità speculative, la compravendita a termine di valuta, che abbia ad oggetto immediato il pagamento del differenziale fra il prezzo pattuito all'epoca della stipulazione e quello corrente sul mercato al momento della consegna, è assimilabile per identità di funzione al "domestic currency swap"; trova pertanto applicazione la disciplina dell'intermediazione mobiliare, venendo sanzionata con l'invalidità del contratto la violazione delle norme generali di comportamento ex art. 6 comma 1 lett. b) c) e) l. 2 gennaio 1991 n. 1."

sarebbe solo la differenza tra due somme) sia perché il sinallagma, consistente nel contrapposto impegno alla liquidazione del differenziale (negativo o positivo, a seconda della parte), non coinciderebbe con lo scambio bene contro prezzo tipico della vendita⁷⁰.

Altri ricollegano il *domestic currency swap* alla fusione di due accolti sospensivamente condizionati: A si assume il debito in valuta straniera di B verso C se l'andamento del rapporto di cambio è negativo: B si assume il debito (nella stessa valuta straniera) di A verso D se l'andamento è positivo⁷¹.

Tuttavia la dottrina prevalente propende per l'atipicità della fattispecie contrattuale, prestandosi essa alla realizzazione di una molteplicità di cause, a seconda del contesto e dei soggetti in cui avviene la contrattazione.

È appena il caso di ricordare che un contratto è tipico quando è

⁷⁰ SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n.1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.* 1996, 1, 0079, per l'A. "Orbene, per quanto riguarda i contratti *currency swap*, e in tutti i casi in cui le parti trasferiscono effettivamente e reciprocamente delle somme con obbligo di ritrasferimento delle stesse, riteniamo di dover condividere la tesi di coloro che assimilano tali contratti alla compravendita di denaro e, in quanto assumano la veste di contratti di durata, a contratti di somministrazione. D'altra parte, però, non possono essere qualificati allo stesso modo quei contratti nei quali le parti si obbligano a pagare alla scadenza solo le differenze, come, ad esempio, i sopra illustrati *domestic currency swap*. In queste fattispecie, non si rinviene una corrispettività tra le varie prestazioni dedotte in contratto, in quanto si prevede il pagamento di una somma a carico di una sola parte. Peraltro, sia l'ammontare da pagare sia la parte tenuta al pagamento non sono determinati al momento della conclusione del contratto, ma lo saranno solo in seguito ad un avvenimento futuro. Il pagamento effettuato da una parte all'altra non può essere qualificato come corrispettivo del trasferimento della titolarità di un bene, né come il versamento di un prezzo, per cui viene a mancare il sinallagma tra bene e prezzo che identifica".

⁷¹ Così FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, op cit., in *I contratti* 2000, 261 ss.; GIRINO-VECCHIO, *Futures, swaps, options e commercial papers*, Milano, 1988, 110 ss.

sufficientemente definito e disciplinato dall'ordinamento giuridico⁷². Ora, come è ben noto, lo *swap* viene menzionato e definito nel T.u.f. ma non riceve una compiuta disciplina nel nostro ordinamento. Tuttavia, è indubbio che detto contratto assieme ad altri (options, futures) risultano ormai ben definiti, corrispondendo, se non proprio a modelli tipici, quanto meno a formule tipizzate.

La funzione economico - sociale dei contratti di "*domestic currency swap*" è quella di limitare o addirittura annullare gli effetti negativi eventualmente conseguenti alla svalutazione della moneta, in modo che il pregiudizio derivante da un ipotetico deprezzamento di una moneta rispetto ad altra viene riequilibrato dall'introito generato dal contratto di swap⁷³.

⁷² Il tema dell'atipicità del contratto ha la sua base normativa nell'art. 1322 c.c., che, con riguardo all'autonomia contrattuale, in una delle manifestazioni specificamente considerate dal legislatore, contempla la possibilità, per i contraenti, di porre in essere contratti che non appartengano ai tipi regolati, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico. Cfr. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, 1960, rist. Napoli, 1994, p. 193 secondo cui il "tipo" corrisponderebbe ad un'aggregazione di comportamenti sociali omogenei stigmatizzata da disposizioni legislative; COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, p. 8 che afferma che i contratti tipici sono quelli che nella prassi commerciale si presentano con una certa uniformità di contenuto, almeno nelle linee essenziali e che, in quanto tali, sono stati recepiti e suggellati da norme giuridiche; FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano 1966, 72; RESCIGNO, *Note sull'atipicità contrattuale*, in *I contratti atipici*, in *Giur. sist. civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 1991, p. 6; BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 2000, 473. Sulle problematiche riguardanti il tipo, la tipicità e la atipicità si possono vedere altresì: ALPA, *Nuove frontiere del diritto contrattuale*, in *Contratto e Impresa*, 1997, 961, BEDUSCHI, *A proposito di tipicità e atipicità dei contratti*, *Riv. dir. civ.*, 1986, I, 351, BENEDETTI, *La categoria generale del contratto*, in *Sillogi in onore di Giorgio Oppo*, Padova, 1993, DATILO, *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, 772; DE NOVA, *Sul rapporto tra disciplina generale dei contratti e disciplina dei singoli contratti*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 327, Id., *I nuovi contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1984, 653, GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 52; SACCO, *"Autonomia nel diritto privato"*, in *Digesto disc. priv. Sez. civ.*, vol. 1, Torino, 1990, 517.

⁷³ COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, II, 170 ss.

La Corte di Cassazione, accedendo ad una nozione aperta di "strumento finanziario", comprensiva anche degli scambi su valute, rispetto alla definizione tradizionale di "valore mobiliare" che lo identificava con i titoli di massa, agganciati al carattere della negoziabilità degli stessi, ha definito il "*domestic currency swap*" come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una verso l'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale), quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto⁷⁴.

Giova infine ricordare che, ai sensi del Decreto del Ministero del Tesoro del 5 luglio 1996, n. 420 e del Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze del dicembre 2003 (Decreto 389/03) attuativo dell'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002⁷⁵, in materia di

⁷⁴ Cass.19.05.2005, n.10598, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, 5, secondo la quale "nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il *domestic currency swap*, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute, è nullo ove non stipulato in forma scritta, come prescritto dall'art. 6, comma 1, lett. c, della legge n. 1 del 1991, fermo restando che è sufficiente che in forma scritta sia stato stipulato il contratto normativo di servizi, nel quale risultino la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente; sicché, una volta assolto l'onere del rispetto della forma per il contratto normativo di servizi, i singoli negozi speculativi di esecuzione del contratto di servizi non debbono necessariamente essere stipulati per iscritto". Cfr. Cass. 7.09.2001, n.11495, cit.

⁷⁵ Art. 41 "Al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché dei consorzi tra enti

Enti Locali, il contratto di *swap* in valute è obbligatorio, in tutti i casi di emissione obbligazionaria con una parte in valuta estera, per cautelarsi dai rischi di cambio.

Proprio per questa ragione, vista la rilevanza dell'ammontare di un'emissione obbligazionaria - per la quale l'amministrazione si impegna a corrispondere ad una scadenza futura notevolmente distante nel tempo, a titolo di rimborso, un considerevole ammontare in una valuta straniera - e' stato previsto l'obbligo di utilizzo di tale strumento⁷⁶.

Infatti, l'onere che l'Ente si assume in una siffatta situazione dipende dalle variabili che incidono sulla determinazione dei tassi di

territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. Il contenuto e le modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze da emanare di concerto con il Ministero dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti . 2. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni. 2-bis. A partire dal 1° gennaio 2007, nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione, i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi. Restano valide le disposizioni del decreto di cui al comma 1 del presente articolo, in materia di monitoraggio. 2-ter. Delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza. 3. Sono abrogati l'articolo 35, comma 6, primo periodo, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e l'articolo 3 del regolamento di cui al D.M. 5 luglio 1996, n. 420 del Ministro del tesoro".

⁷⁶ Per comprendere meglio l'operazione si fa riferimento ad un esempio. Supponiamo che un Ente Locale sia in grado di emettere delle obbligazioni in dollari ad un costo pari al 4 per cento annuo. Il *currency swap* consente all'Ente di trasformare il finanziamento in dollari al 4 per cento in un finanziamento in Euro al 7 per cento. Lo scambio, iniziale trasforma il ricavato del collocamento dei titoli da dollari in Euro e gli scambi successivi trasformano i pagamenti, per capitali e interessi, da dollari in Euro.

cambio tra divise e in periodi di tempo, in genere superiori ai 20 anni.

2.3. - I Credit default swap

La recente crisi del debito sovrano di vari Stati ha posto all'attenzione dei legislatori e degli economisti il ruolo dei contratti di *credit default swap* per i timori circa la possibilità che l'operatività di natura speculativa sul mercato di tali strumenti possa amplificare le tensioni sui mercati obbligazionari⁷⁷.

Lo sviluppo del mercato dei *credit default swap* su emittenti sovrani è un fenomeno relativamente recente, probabilmente legato alla crescita delle esigenze di copertura emerse con il forte deterioramento dei conti pubblici nei principali paesi avanzati ed emergenti.

Si ritiene che il *credit default swap*, anche se terminologicamente definito come swap, sia più correttamente assimilabile ad un'opzione

⁷⁷ TRADATI, *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, Milano, FrancoAngeli, 2011, 13 ss. L'A. compie una puntuale disamina dei credit default swap, evidenziando che "il mercato dei derivati su credito (CDS ha conosciuto una rapida crescita e una vertiginosa espansione che ha di fatto proiettato questi prodotti tra i principali protagonisti della finanza mondiale. La grande crisi di credito e di liquidità, a partire dal maggio 2008, ha sconvolto le principali piazze mondiali li ha portati alla ribalta additandoli spesso come i principali, se non unici, protagonisti della crisi, identificandoli come simbolo dell'ingordigia della finanza mondiale dopo averli per anni salutati come nuovo efficace mezzo di gestione dei rischi. Strumenti nuovi, poco conosciuti, esasperati, spesso slegati dalla realtà sottostante, utilizzati dalle banche di tutto il mondo per coprire le perdite fatte sul mercato obbligazionario o per trasferire i rischi che invece i consumatori finali non possono coprire, i credit default swap e gli altri prodotti ad essi collegati hanno recitato la parte più scomoda presso l'opinione pubblica diventando protagonisti di analisi spesso frettolose e poco documentate"; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2009, 06, 654; AMADEI, DI ROCCO, GENTILE, GRASSO, SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, in *Discussions Papers n.1/2011- Consob* (www.consob.it). Gli A. osservano che "a partire dalla crisi finanziaria nel 2007 e, ancora più, con la recente crisi del debito sovrano, il ruolo dei contratti di credit default swap (CDS) è stato oggetto di crescente attenzione da parte di policy maker e regolatori. Il motivo è legato ai timori circa la possibilità che l'operatività di natura speculativa sul mercato di tali strumenti possa amplificare le tensioni sui mercati obbligazionari. I CDS possono infatti rappresentare uno strumento più efficiente e immediato per assumere posizioni corte sul rischio di credito rispetto alla vendita allo scoperto di titoli obbligazionari; importanti iniziative di autoregolamentazione varate nel 2009 hanno inoltre creato i presupposti per facilitare l'utilizzo dei CDS per finalità speculative".

o a una lettera di credito, in quanto la liquidazione dipende dal verificarsi di un evento di inadempienza⁷⁸.

In ogni caso, è un contratto derivato che si presta ad essere utilizzato nel settore bancario per gestire il rischio di credito in portafogli titoli di particolare rilevanza, ma può trovare applicazione anche per finalità speculative in base all'impiego che ne viene fatto.

Il contratto di *credit default swap* prevede l'accordo tra due parti, ossia l'acquirente della protezione (*protection buyer*) e il soggetto che protegge (*protection seller*), il quale si obbliga a corrispondere un pagamento, nel caso si verifichi una insolvenza del credito di riferimento (*reference obligation*) emesso da un soggetto terzo (*reference entity*).

Questa figura contrattuale è stata di recente oggetto di attento studio da parte della dottrina la quale ha unanimemente negato la riconducibilità del *credit default swap* alla categoria dei contratti di *swap*⁷⁹.

⁷⁸ RUSSO, *I derivati su crediti*, in *Amministrazione finanza*, 1996, n.13, 805 ss.

⁷⁹ E' importante notare la differenza che esiste tra il *credit default swap* e le forme più comuni di *swap*. Lo *swap* tradizionale presuppone innanzitutto che vi siano due posizioni sottostanti a quella che costituisce oggetto della transazione principale e che tali posizioni siano omogenee. Nell'*interest rate swap*, ad esempio, le due controparti risultano indebitate per un eguale importo ma a tassi diversi verso rispettivi creditori. Nel *credit default swap*, invece, la posizione sottostante è una sola, quella tra debitore e finanziatore. Inoltre, nello *swap* classico le controparti si scambiano periodicamente il controvalore dei due rispettivi tassi, procedendo normalmente alla liquidazione del solo differenziale. L'assenza nel *credit default swap* di due rapporti sottostanti ed omogenei impedisce invece tale biunivocità dei flussi. Infine, lo *swap* classico è per definizione insensibile alle vicende dei rapporti sottostanti e gli eventi patologici che coinvolgono le posizioni sottostanti non influiscono sui relativi obblighi contrattuali. Il *credit default swap*, al contrario, è per definizione un contratto destinato a reagire al verificarsi del *credit event* che investe il rapporto fondamentale. Cfr. RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, op. cit., in *I Contratti*, 2003, 839 ss, il quale sostiene la non riconducibilità del cds alla categoria dello *swap* "Il contratto di *credit default swap* è stato investigato solo di recente dalla dottrina ma gli autori che si sono interessati alla materia hanno

Si è evidenziato che mentre lo *swap* consta nell'accordo delle parti per scambiarsi reciprocamente pagamenti, determinati sulla base di parametri diversi, di contro, il compratore di protezione, nel *credit default swap*, paga delle somme definite con modalità legate principalmente alla probabilità del verificarsi del *credit event*, ed alla percentuale che sopravvengano perdite (*loss given default*) relativamente all'attività sottostante. La somma che il compratore di protezione otterrà, nel solo caso del verificarsi del *credit event*, verrà determinata con modalità del tutto diverse⁸⁰.

unanimente negato la riconducibilità del *credit default swap* al contratto di *swap*. Vi sono diverse ragioni per sostenere tale posizione. Il *credit default swap* non può essere ridotto alla definizione di *swap*, sopra ricordata, in forza della quale lo *swap* consta nell'accordo delle parti per scambiarsi reciprocamente pagamenti, determinati sulla base di parametri diversi. Il compratore di protezione, nel *credit default swap*, paga delle somme definite con modalità legate principalmente alla probabilità del verificarsi del *credit event*, ed alla percentuale che ci si attende di perdere in tal caso (*loss given default*), relativamente all'attività sottostante. La somma che il compratore di protezione otterrà, nel solo caso del verificarsi del *credit event*, verrà determinata con modalità del tutto diverse. Nella prassi è spesso definita quale percentuale del nozionale stabilito nel contratto. Talvolta peraltro corrisponde all'intero nozionale; talaltra la somma da versarsi al compratore di protezione equivale al deprezzamento del valore subito dall'attivo sottostante al verificarsi del *credit event*. Quale che sia la clausola contrattuale adottata dalle parti si palesa in tutta la sua evidenza il fatto che risulta estremamente difficile sostenere che si possano identificare, nella fattispecie in oggetto, i parametri diversi che il contratto di *swap* richiede. Un altro aspetto che va considerato è dato dal fatto che, strutturalmente, lo *swap* si configura quale contratto che presenta due diversi parametri calcolati sul medesimo attivo sottostante; entrambe le parti, con il contratto di *swap*, si impegnano dunque al pagamento di una somma. Nella struttura del *credit default swap* risulta, invece, essenziale il verificarsi o meno del *credit event*. Qualora non venga in essere il *credit event*, il venditore di protezione non dovrà sostenere alcun pagamento. Non solo, quindi, non si può ipotizzare l'esistenza di parametri diversi, così come richiesto nello *swap*, ma può crearsi il caso in cui una delle parti non dovrà versare alcuna somma; tale, anzi, sarà il caso fisiologico e quindi presente nella grande maggioranza dei contratti". Contrario all'assimilazione del cds all'opzione nonchè allo *swap* tradizionale sia pure con qualche distinguo si è espresso GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 212 ss per il quale "le divergenze sono tali e tante da non consentire un'assimilazione né immediata né pacifica ai derivati tradizionali. Ma neppure è lecita una semplicistica derubricazione a fattispecie ordinarie quali la fideiussione e l'opzione pura...la fattispecie cui si è indotti a ricondurre il *credit default swap* è dunque il contratto di assicurazione". Non si esprime sulla riconducibilità del CDS ad un particolare tipo contrattuale CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 442 ss, per il quale contratto di CDS "non sembra riconducibile ad alcuna fattispecie tipica e, pertanto, sembra concretare un'ipotesi di contratto innominato".

⁸⁰ L'aspetto più critico riguarda proprio la definizione del *credit event*, poichè solo al verificarsi della condizione dedotta nel contratto nascerà l'obbligo di eseguire la prestazione da parte del *credit seller*, cfr. MESSINA, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia*, Milano, 2011, 211 ss., secondo l'A. "il *credit event*- il cui verificarsi determina

Un altro aspetto che va considerato è dato dal fatto che, strutturalmente, lo *swap* si configura quale contratto che presenta due diversi parametri calcolati sul medesimo attivo sottostante; entrambe le parti, con il contratto di *swap*, si impegnano dunque al pagamento di una somma.

Nella struttura del *credit default swap* risulta, invece, essenziale il verificarsi o meno del *credit event*. Qualora non venga in essere il *credit event*, il venditore di protezione non dovrà sostenere alcun pagamento. Non solo, quindi, non si può ipotizzare l'esistenza di parametri diversi, così come richiesto nello *swap*, ma può crearsi il

l'obbligo per il protection seller di effettuare il pagamento stabilito a favore del protection buyer-consiste, in estrema sintesi, nel mancato adempimento di obbligazioni di pagamento, alle condizioni previste contrattualmente". Sul punto pare interessante richiamare lo standard Confirmation di credit default swap predisposto dall'International Swap and Derivatives Association che ha individuato otto possibili definizioni di credit event:

1. La **bankruptcy** ossia la sottoposizione a qualsiasi forma di procedura concorsuale, oltre che nella cessazione dell'attività;
2. La **credit event upon merger** si ha quando la *Reference Entity* ponga in essere una fusione ovvero un'incorporazione o ceda tutti, o sostanzialmente tutti, i suoi beni ad un altro soggetto giuridico e che la solvibilità del soggetto risultante dall'operazione di ristrutturazione o del cessionario dei beni della *Reference Entity* sia sostanzialmente inferiore a quella della *Reference Entity* stessa quale questa era prima del compimento dell'atto qui in questione;
3. La **cross acceleration** è integrata quando si registri un «inadempimento contrattuale, diverso dal mancato pagamento di denaro, che abbia comportato la perdita del beneficio del termine in relazione ad obbligazioni di pagamento e sempre che tali obbligazioni risultino inadempite dopo la decadenza dal beneficio del termine»;
4. La **cross default** si ha quando si verifichi un inadempimento contrattuale, anche qui differente dal mancato pagamento di una somma dovuta, suscettibile di determinare la perdita del beneficio del termine in relazioni ad obbligazioni di pagamento;
5. Il **downgrade** implica che il *rating* creditizio del debito di riferimento (e/o della *Reference Entity*) sia stato declassato al di sotto di un livello predeterminato ovvero sia stato perso presso tutte le *rating* agenzie;
6. Il **failure to pay** è l'inadempimento, da parte della *Reference Entity*, di un'obbligazione pecuniaria in misura eguale od eccedente una soglia quantitativa determinata dalle parti come limite inferiore alla rilevanza dell'inadempimento stesso;
7. La *Reference Entity* pone, invece, in essere una **repudiation** quando, in tutto o in parte, disconosce, rifiuta, contesta la validità di obbligazioni pecuniarie, in termini sostanziali. Il **restructuring** si ha quando un'obbligazione della *Reference Entity* sia interessata da rinuncia, moratoria, posticipazione, proroga, venga altrimenti modificata o scambiata con altro bene, credito o titolo, in modo tale che il diritto delle controparti sia deteriorato in misura rilevante in termini di rischio o di rendimento.

caso in cui una delle parti non dovrà versare alcuna somma; tale, anzi, sarà il caso fisiologico e quindi presente nella grande maggioranza dei contratti.

L'impossibilità di ricondurre il *credit default swap* alla figura dello *swap*, così come precedentemente descritta, ha spinto la dottrina a ricercarne la possibile causa, senza tuttavia pervenire ad una posizione univoca⁸¹.

Secondo alcuni il *credit default swap* avrebbe una causa mista; si tratterebbe di «un negozio atipico in cui la componente di garanzia indubbiamente predomina e connota il modello ascrivendo una causa intermedia al negozio assicurativo e a quello fideiussorio, con una accentuata preponderanza del primo»⁸². Tuttavia, a differenza della fideiussione, il *protection seller* non risulta obbligato in solido con il terzo insolvente ma copre il *protection buyer* nel caso non realizzi il suo credito. Orbene, la prestazione dovuta in forza del contratto di *credit default swap* dal venditore di protezione è autonoma rispetto a quella relativa all'attivo sottostante il contratto in oggetto.

Inoltre, mentre la fideiussione è costituita da un rapporto personale non destinato alla circolazione se non nella forma della cessione dei contratti, con la necessaria conseguenza del consenso del contraente ceduto, il *credit default swap* può essere incorporato in un titolo di credito o in un contratto che può circolare secondo le regole proprie

⁸¹ In termini esemplificativi vedasi ancora CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 442 ss ; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 212 ss.

⁸² Per una assimilazione sotto alcuni profili al contratto di assicurazione si è espresso GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 214 ss.

della cessione di beni mobili. Ed ancora il *credit default swap* può essere venduto anche ad un soggetto diverso dal creditore.

Queste differenze escludono la riconducibilità dello strumento al modello fideiussorio⁸³. Altra dottrina ha tentato di sussumere i *credit*

⁸³ Contrari a ricondurre il CDS alla fideiussione si sono espressi: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 402 ss. per l'A. "il *credit default swap* non appare riconducibile alla fattispecie contrattuale della fideiussione. Innanzitutto, a differenza di quanto previsto dalla nozione della fideiussione (art.1936 c.c.), il venditore di protezione non si obbliga personalmente verso il compratore di protezione a garantire l'adempimento di un'obbligazione dell'ente di riferimento, in quanto affinché il compratore di protezione possa concludere un *credit default swap*, non è necessario, anche se possibile, che esso sia creditore dell'Ente di riferimento. In altre parole, mentre la caratteristica principale della fideiussione è l'accessorietà tra l'obbligazione del fideiussore e l'obbligazione garantita, nel *credit default swap* l'obbligazione del venditore di protezione è del tutto autonoma rispetto alla obbligazione dell'Ente di Riferimento. Da ciò consegue che mentre la validità della fideiussione dipende dalla validità dell'obbligazione principale (art.1939 c.c.), tale profilo è irrilevante nel *credit default swap*, dove la validità dell'obbligazione dell'Ente di riferimento non incide affatto sulla validità del contratto che ad essa si riferisce e ciò perché, come detto, tra queste ultime due fattispecie non c'è alcun nesso di accessorietà, bensì perfetta autonomia"; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 214 ss. per il quale il CDS non è sussumibile nella categoria della fideiussione "la possibilità di ricondurre lo strumento al modello fideiussorio pare esclusa dalla circostanza che il venditore di protezione, a differenza del fideiussore, non assume direttamente e solidalmente alcuna obbligazione con il debitore del finanziatore. Egli non si obbliga allo stesso titolo al quale si obbliga il debitore. Il suo impegno è un indennizzo a fronte di un'inadempienza e deriva da un autonomo contratto concluso, a diverso titolo, con il finanziatore". In tal senso BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2009, 06, 652, per il quale "Alle similitudini strutturali con il contratto di fideiussione si contrappongono però quanto meno tre fondamentali differenze di disciplina (ciascuna interconnessa alle altre): i) la fideiussione può essere prestata solo a favore del titolare del credito: una fideiussione prestata a favore di un soggetto che non abbia alcuna relazione con il credito garantito sarebbe certamente nulla per mancanza di causa ii) sebbene sia ben possibile che uno stesso credito sia garantito anche da più fideiussori solidali, il creditore può essere indennizzato, magari per intero, ma non più di una volta: se A ha un credito di 100 nei confronti di B, potrà anche ottenere tre fideiussioni indipendenti da tre banche X, Y e Z, ma non può certo ottenere 300 se il credito garantito valeva 100 ; iii) il rapporto contrattuale di fideiussione è un rapporto personale non destinato alla circolazione (se non nella forma della cessione dei contratti con l'ovvia conseguenza della necessità del consenso del contraente ceduto). Nessuna di queste regole vale per i derivati creditizi: i) il derivato può essere venduto anche ad un soggetto diverso dal creditore (ovvero: ad un protection buyer che non sia, eodem tempore, il titolare del credito garantito); ii) il derivato può essere venduto più volte anche a fronte di una stessa obbligazione (ovvero: con l'emissione di una molteplicità, potenzialmente infinita, di derivati creditizi a fronte di una stessa obbligazione sottostante); iii) la garanzia concessa dal protection seller è suscettibile di essere "incorporata" - anche se non necessariamente deve esserlo - in un titolo di credito security o, comunque, in un contratto che può circolare esattamente come l'azione di società, secondo le regole proprie non della cessione dei contratti, bensì in quelle proprie della cessione di beni mobili."; RUGGERI, *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, op. cit., in *I Contratti*, 2003, 839 ss, il quale sostiene la non riconducibilità del cds alla categoria della fideiussione sull'assunto che "Preliminarmente ci sembra necessario chiarire che appare difficilmente sostenibile la assimilazione del contratto in oggetto alla fideiussione. In primo luogo, difetta del tutto la caratteristica essenziale della fideiussione, la accessorietà rispetto alla obbligazione garantita. Il venditore di protezione non si obbliga minimamente ad adempiere alla prestazione relativa all'attivo sottostante l'operazione.

default swap nell'ambito del contratto di assicurazione, sostenendo che il compratore di protezione intende ottenere un indennizzo al verificarsi del *credit event*, per cui a fronte del deprezzamento dell'attivo sottostante al *credit default swap*, il compratore di protezione otterrebbe una somma che gli consentirebbe di azzerare o ridurre la perdita subita⁸⁴.

In pratica, il venditore di protezione quindi potrebbe assumere il ruolo dell'assicuratore che distribuisce il rischio su una massa omogenea di posizioni. Né osterebbero a tale interpretazione la mancanza, per l'ipotetico «assicuratore», della possibilità di esercitare il diritto di surroga, in quanto tale diritto fa parte della disciplina legale del contratto assicurativo ma le parti possono, nell'esplicazione della propria autonomia contrattuale, derogarvi.

*Pensiamo al caso, il più facilmente riconducibile all'utilizzo dell'istituto della fideiussione, in cui l'attivo sottostante sia costituito da una pluralità di crediti (basket) di origine bancaria ed il credit event sia dato dal default di un credito o di una percentuale predeterminata di crediti. Al verificarsi di tale evento il venditore di protezione certo non provvederà a pagare all'altra parte (nell'esempio potrebbe essere la banca creditrice) quanto dovuto dal debitore inadempiente; verserà invece la somma determinata sulla base di criteri indicati nel **contratto**. Questi ultimi sicuramente non avranno, quale riferimento, le prestazioni dovute dal debitore di cui al sottostante; tale aspetto risulta eclatante nel caso in cui la somma dovuta dal venditore di protezione sia determinata sulla base di una percentuale del nozionale oppure in somma fissa. Va dunque sottolineata l'autonomia della prestazione dovuta in forza del **contratto** di credit default swap dal venditore di protezione, rispetto a quella relativa all'attivo sottostante il **contratto** in oggetto. Un ulteriore elemento a sostegno di questa tesi è dato dal fatto che non necessariamente la parte che assume il ruolo di compratore di protezione vanta dei crediti o degli attivi (es. titoli) nei confronti della «reference entity». Il **contratto** di credit default swap può infatti essere perfezionato al solo fine di speculare sulla base di una previsione dell'andamento di un mercato, quindi per mera attività di trading, priva di un attivo da «proteggere» con l'utilizzo di un credit default swap. Le considerazioni di cui sopra sono assorbenti e consentono, a nostro avviso, di evitare il confronto con la disciplina codicistica della fideiussione". Sulla fideiussione in generale cfr. PASCALE, *Il contratto di fideiussione*, Milano, Cedam, 2012, 1 ss.; CHINÈ, ZOPPINI, *Manuale di diritto civile*, in *Manuali superiori* a cura di ALPA E GAROFOLI, Roma, 2011, 856 ss.; FRATINI, *Le garanzie reali e personali*, Milano 2010, 205; MASELLI, *Fideiussione (negozi di)*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, Milano, 2007, 308 ss.*

⁸⁴ ANGELINI, *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa*, Milano, 2012, 208 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 214 ss.; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2009, 06, 652.

Tale ricostruzione non appare del tutto convincente , mancando, come è si è osservato, nel *credit default swap* l'interesse del compratore di protezione ad assicurarsi; intendendo tale interesse come collegamento giuridico con l'attivo sottostante che, nella denegata rappresentazione, costituirebbe l'oggetto dell'assicurazione⁸⁵. Il compratore di protezione non è infatti necessariamente proprietario dell'attivo sottostante all'operazione. Ne consegue che in tali casi non si possa certo parlare di un interesse di quella parte.

Mentre la causa dell'assicurazione contro i danni risiede nel trasferimento del rischio dietro versamento di un premio, la causa del *credit default swap* risiede nell'assunzione del rischio di deterioramento del profilo creditizio di un Ente di riferimento verso corrispettivo di un premio⁸⁶.

⁸⁵ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 404 ss., secondo l'A. "da smentire è anche l'assunto in base al quale si considera assimilabile il CDS al contratto di assicurazione. Nel *credit default swap* l'esistenza di una effettiva posizione di proteggere in capo al compratore di protezione non è elemento essenziale della causa del contratto, in esame, in quanto il compratore di protezione può essere, e spesso è, creditore dell'ente di riferimento o possessore di titoli da questo emessi, ma ciò non è indispensabile ai fini dell'integrazione della fattispecie contrattuale.. per mera semplicità descrittiva , negli esempi riguardanti tale contratto, si fa spesso riferimento ad un compratore di protezione, creditore dell'Ente di Riferimento, interessato ad eliminare, in tutto o in parte, il rischio di deterioramento del profilo creditizio di quest'ultimo, ma ciò, come detto, non è indispensabile, in quanto , il compratore di protezione può anche decidere di concludere un *credit default swap* al solo fine di lucro e, quindi, non per motivi di copertura , ma per motivi speculativi. L'aspetto appena descritto è di particolare rilievo, poiché differenzia nettamente il contratto in esame da quello di assicurazione contro i danni, il quale è nullo per difetto di causa sia se, al momento della conclusione del contratto, non esista alcun rischio di trasferire in capo all'assicuratore, o tale rischio abbia cessato di esistere (art.1895 c.c.) sia che, nel momento in cui l'assicurazione deve avere inizio non esista un interesse dell'assicurato al risarcimento del danno (art 1904 c.c.)". Nella stessa direzione V. AVERSA, ALPIGIANI, *Disciplina giuridica dei derivati*, Milano, 2009, 96; MASTROPAOLO, PRAICHEUX, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti, nel diritto francese e nel diritto italiano*, in Banca, borsa tit cred. 2002, 196-223.

⁸⁶ CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 403 ss.; GIANNELLI, *Assicurazione*, in *Il Diritto. Enciclopedia Giuridica del sole 24 ore*, Milano, 2007, 8, l'A. osserva che "la esatta individuazione del rischio assicurato assume rilievo essenziale sotto due distinti profili: in quanto l'assunzione del rischio costituisce oggetto della prestazione dell'assicuratore e in quanto l'esatta individuazione del rischio e la sua riconducibilità a categorie

Un ulteriore aspetto di non riconducibilità del *credit default swap* al contratto di assicurazione, è dato dalla difficoltà di applicare la rigida normativa assicurativa in materia di rischio. Il Codice civile prevede infatti le ipotesi di cessazione del rischio, di diminuzione o di aggravamento dello stesso (artt. 1896 - 1897 - 1898), legando strettamente il premio, o la prosecuzione degli effetti del contratto, al rischio quale espressione di un principio di ordine pubblico⁸⁷.

Nel *credit default swap* le predette norme codicistiche risulterebbero inapplicabili, anzi la variazione del rischio, quindi il peggioramento della qualità del portafoglio sottostante, sia esso formato da titoli o da crediti, costituisce il *credit event* che concretizza l'obbligazione del venditore di protezione; mentre nel *credit default swap* la diminuzione del rischio, non modifica il «premio» pagato dal compratore di protezione, che continua ad essere quantificato nella misura originariamente prevista nel contratto.

L'impossibilità di ricondurre il *credit default swap* allo *swap* e le difficoltà che la dottrina ha incontrato nell'inquadramento della fattispecie, hanno favorito il riconoscimento nel contratto in esame di una **causa autonoma**, non riconducibile ad altri istituti già nominati

ben individuate costituisce elemento di una sana e prudente gestione e, come si è visto, condiziona sia la gestione, sia l'organizzazione patrimoniale dell'impresa di assicurazione, ne discendono una serie di corollari 1) Innanzi tutto il contratto è nullo se il rischio non è mai esistito o ha cessato di esistere prima della conclusione del contratto (art.1895 c.c.)...viceversa la cessazione del rischio in corso di contratto ne comporta lo scioglimento con efficacia ex nunc."

⁸⁷ CALVO, *Il contratto di assicurazione. Fattispecie ed effetti*, in *Trattato della responsabilità civile* diretto da FRANZONI, Milano 2012, 2 ss; ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni. L'impresa di assicurazione. Il contratto di assicurazione in generale*, Milano, 2011, 2 ss.; LONGO, VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2009, 1 ss.

dal Codice civile⁸⁸.

In questo modo si è diffuso, anche nel nostro ordinamento, un contratto atipico, facilitato da un processo di standardizzazione promosso dall'International Swap Derivatives Association (ISDA)⁸⁹.

⁸⁸ Così CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 409 ss. per il quale "il contratto di credit default swap non sembra riconducibile ad alcuna fattispecie tipica, e pertanto, sembra concretare un'ipotesi di contratto innominato". Alto autore GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 220 ss che ha approfondito la tematica dei contratti derivati, afferma che il credit default swap ha una *causa* mista; si tratterebbe di «un negozio atipico in cui la componente di garanzia indubbiamente predomina e connota il modello ascrivendo una *causa* intermedia al negozio assicurativo e a quello fideiussorio, con una accentuata preponderanza del primo.

⁸⁹ International Swap Derivatives Association è l'associazione che riunisce i principali operatori del mercato degli swaps. L'ISDA fu creata nel 1985 con lo scopo principale di uniformare la documentazione degli swap, di rappresentare gli associati nei confronti delle autorità di vigilanza e fiscali, di promuovere l'uniformità delle regole contabili e di fornire i dati statistici sul mercato degli swap. Oggi l'ISDA svolge un ruolo guida ed ha fornito, in particolare, un aiuto determinante alla soluzione dei numerosi problemi legali relativi ai primi swap. Il primo atto fu infatti il *Code of standard wording, assumptions and provisions for swaps* al quale seguì nel 1986 una nuova edizione più ampia e completa. Cominciano così a formarsi i primi contratti standard per gli interest rate swap e gli interest rate and currency swaps a partire dal 1987, a cui fece seguito la stesura di una guida (1987 Guide) per l'uso dei contratti uniformi. Attualmente la contrattualistica dell'ISDA è adottata da operatori di tutto il mondo e si può ritenere il suo uso ormai consolidato. Il master agreement è senza l'altro il contratto di gran lunga più utilizzato in quanto regola il maggior numero di fattispecie operative di swap. La sottoscrizione del master agreement non presuppone la conclusione di uno swap in quanto la sua funzione è di regolare futuri comportamenti e contenuti negoziali, senza però obbligare le parti alla successiva stipulazione di swap. Il contratto contiene quattordici articoli, dedicati all'interpretazione del contratto, all'esecuzione dei pagamenti la capacità delle parti etc. Il fulcro è però rappresentato dagli artt. 5 e 6 in quanto essi contengono la disciplina della risoluzione e le procedure per attuarla. Al master agreement è allegato, come parte integrante dello stesso, una appendice (schedule) divisa in cinque parti in cui vengono inserite tutte le variabili del contratto²⁸. Ogni singolo swap viene documentato con la confirmation e cioè con un documento contenente soltanto i termini e le condizioni della transazione. In definitiva un normale contratto di derivato è costituito da tre documenti: a) la confirmation che contiene i termini dell'operazione, b) le 1991 Definitions che descrivono i termini tecnici e c) un master agreement che regola gli effetti del contratto ed il rapporto tra le parti. Nel 1992 l'ISDA ha pubblicato un nuovo master agreement sulla spinta degli Accordi di Basilea e del problema del netting (cioè la possibilità di compensare tutte le operazioni di swap e simili esistenti tra due controparti) in relazione alle diverse discipline degli Stati Europei in materia fallimentare. Il master agreement del 1992 estende la gamma degli swap a tutte le sue versioni esistenti sul mercato finanziario (basis swap, bond option, interest rate option, foreign Exchange transaction etc) ed altre operazioni che, seppur non ricomprese nell'elencazione dell'art. 14 del master, possono rientrare nell'ambito di applicazione del contratto, se specificatamente indicate dalle parti. Accanto a questa estensione si trovano anche numerose ed importanti novità rispetto al precedente modello per quanto riguarda le ipotesi di inadempimento ed il trasferimento del contratto. Gli standard contrattuali elaborati dall'ISDA si propongono di ridurre i rischi di controversie che tipicamente insorgono in caso di liquidazione dei contratti conseguente al verificarsi di un evento

Il segmento in esame dei derivati sul credito ha conosciuto una crescita senza precedenti, rallentata a seguito della recente crisi finanziaria.

La rapida diffusione dei derivati sul credito può essere per un verso spiegata se si tiene presente il loro utilizzo fisiologico⁹⁰.

I derivati sui crediti hanno, infatti, contribuito a migliorare la liquidità e la trasparenza del mercato del credito, consentendo, a differenza delle tecniche tradizionali, di dissociare i vari fattori di rischio connessi alla concessione di prestiti dalle altre decisioni di *business*.

In pratica con tali strumenti si consente agli operatori di raggiungere una gestione dinamica dei diversi fattori di rischio, indipendentemente dalla posizione sottostante.

Qualche autore ha affermato che *“il derivato creditizio costituisce una cessione virtuale del credito: esso infatti consente sì il trasferimento del rischio di credito senza però realizzare al contempo il trasferimento del*

creditizio ed hanno consentito una più agevole liquidazione dei contratti. A tale ultimo proposito, si è introdotto l'accennato principio di compensazione dei pagamenti su contratti di segno opposto fra due controparti, nonché la possibilità per i contraenti di scegliere la modalità di liquidazione per contanti (*cash settlement*) con riferimento al prezzo che scaturisce da un meccanismo di asta (cfr. oltre). Nell'aprile del 2009 l'ISDA ha infine proposto l'adozione del cosiddetto *Big Bang Protocol*, uno standard che ha visto l'adesione su base volontaria di oltre 2000 soggetti fra banche, *hedge fund* e investitori istituzionali. Sul punto cfr. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., Milano, 2011, 115; AMADEI, DI ROCCO, GENTILE, GRASSO, SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, op. cit., in *Discussions Papers n.1/2011*- Consob (www.consob.it) e fonti inglesi <http://www.isda.org>.

⁹⁰ BARCELONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, op cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 06, 664, l'A evidenzia come *“i derivati creditizi costituiscono quindi un istituto giuridico che segna un passaggio in atto, e di enorme portata, da una tecnica di valutazione del rischio di credito legata ancora alla relazione personale debitore/creditore a una tecnica del tutto nuovo legata invece alla efficienza sistemica (o alla presunzione di efficienza sistemica..) dei mercati, e, in particolare, dei mercati dei capitali”*.

credito"⁹¹.

Essi permettono di esaminare l'insieme dei fattori aleatori connessi a ciascuna posizione dell'attività d'impresa secondo una logica prettamente economica, decidendo quale parte gestire, e quale "ritagliare" e cedere al mercato.

Inoltre, accadeva spesso che con le tecniche tradizionali di gestione del rischio di credito particolarmente onerosa risultasse la cessione dello stesso, essendo necessario, nella maggior parte dei casi, il consenso del debitore, mentre grazie ai derivati sul credito la procedura risulta più snella, non dovendo necessariamente essere ceduto l'intero credito, ma anche solo alcuni "aspetti aleatori" connessi, tipo il rischio di default.⁹²

Tali caratteristiche hanno reso questa tipologia di derivati particolarmente "appetibile" agli occhi degli istituti di credito, i quali hanno potuto usufruire di un nuovo strumento per la copertura dei rischi connessi ai prestiti in portafoglio⁹³.

⁹¹ V. ancora BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 06, 668.

⁹² BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 06, 668, per il quale "la differenza fra derivato creditizio e cessione di credito è ovvia: oggetto del derivato creditizio non è mai il credito sottostante (che resta "immobile" in capo al suo titolare), bensì solo e soltanto il rischio ad esso connesso". Sulla cessione del credito CHINÈ, ZOPPINI, *Manuale di diritto civile*, op.cit., in *Manuali superiori* a cura di ALPA E GAROFOLI, Roma, 2011, 856 ss; BIANCA, *L'obbligazione*, in *Diritto civile*, Milano 2002, 302; MANCINI, *La cessione dei crediti*, in *Trattato di diritto civile* a cura di RESCIGNO, Padova, 1999, 461 ss; PERLINGIERI, *Cessione dei crediti*, in *Enciclopedia giuridica italiana*, 1988, 245 ss.

⁹³ Come molti osservatori hanno rilevato la diffusione di tali strumenti finanziari ha agevolato il diffondersi della recenti crisi finanziarie. Sul punto ci pare interessante richiamare uno stralcio di un interessante contributo: SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen e processo*, 2009, 3,269, per il quale "l'attuale crisi dei mercati finanziari parte dunque da lontano e di essa non si scorgono né la precisa portata né la conclusione. Dopo l'esplosione del mercato dei derivati, la cui definizione come "armi finanziarie di distruzione di massa" (Warren Buffett) si è rivelata drammaticamente rispondente al vero... I c.d.

Estrapolando il rischio di credito dagli strumenti che lo incorporano si offre, infatti, alle banche:

- una scelta più ampia di combinazioni rischio/rendimento che permette di realizzare una più efficiente diversificazione del proprio portafoglio impieghi e di disegnare il profilo di rischio del portafoglio in relazione alle proprie esigenze e capacità;
- la possibilità di gestire meglio l'esposizione sulle varie operazioni di finanziamento senza mettere in pericolo le relazioni d'affari esistenti;
- una maggiore liquidità del mercato del credito con riduzione dei costi di transazione e della segmentazione del mercato creditizio.

*titoli "tossici", abbagliante allegoria di un sistema in grado di inventare una ricchezza finanziaria assai maggiore di quella consentita dall'economia reale e che poi ha dimostrato la propria virtualità, non appaiono di facile individuazione neppure per coloro che li hanno maneggiati con grandi profitti.Il funzionamento dei mercati finanziari dipende dalla fiducia degli investitori, le cui scelte allocative sono in funzione della redditività ma anche delle garanzie offerte in tema di corretta determinazione e stabilità dei prezzi. " L'attuale situazione congiunturale, che si ripercuote sulla ricchezza collettiva e individuale evidenziando con drammatica chiarezza gli interessi coinvolti, ha fortemente incrinato i parametri del regolare funzionamento dei mercati e della fiducia del pubblico. E se anche ottimisticamente v'è chi rileva una ciclicità delle bolle speculative, occorre riconoscere che, questa volta, la crisi verificatasi ha una natura sistemica e strutturale che impone un'efficace prevenzione delle cause che le hanno consentito di manifestarsi; ma di una seria e compiuta riflessione in chiave riformistica non si colgono ancora indicazioni né decise né precise, a livello sia nazionale che sovranazionale. Sul piano sovranazionale, è assodato il ruolo rivestito da una **finanza c.d. creativa** svolta soprattutto da banche che, reciso ogni rapporto con la loro originaria funzione creditizia e di raccolta del risparmio e celebrando il mito del ritorno sul patrimonio (roe) in assoluto dispregio dei principi di solidità patrimoniale, hanno creato e manovrato strumenti finanziari assumendo immani rischi senza copertura e in presenza di permanenti conflitti di interesse; rispetto a tale problema, non si scorgono all'orizzonte incisivi disegni riformistici".*

3.-I derivati di “seconda generazione”: i derivati meteorologici

L'innovazione finanziaria negli ultimi decenni ha prodotto tipologie di strumenti derivati con livelli di complessità e caratteristiche strutturali diverse da quelli tradizionali sinora esaminati inerenti il settore creditizio, il mercato dei cambi e dei tassi di interesse.

Tra questi derivati definiti di seconda generazione particolare attenzione meritano i c.d. derivati meteorologici negoziati nei mercati assicurativi e dei capitali per la gestione dei rischi finanziari connessi con le variazioni climatiche non catastrofali che possano avere impatti negativi sul fatturato e sugli utili delle aziende⁹⁴.

E' stato calcolato che circa l'80% delle attività economiche mondiali sia dipendente da fattori meteorologici e che il clima influenza circa il 30% del prodotto interno lordo europeo⁹⁵. Una tale esposizione delle attività economiche verso rischi climatici non catastrofali è giustificata dal fatto che i modelli matematici utilizzati per le previsioni meteorologiche sono attendibili solamente entro un breve orizzonte (normalmente non oltre i cinque giorni).

Ciò significa che qualsiasi tipo di previsione sull'andamento futuro del clima è assolutamente arduo e poco realistico. Questi contratti sono diffusi tra le aziende direttamente esposte alle variazioni del

⁹⁴ GIRINO, *I contratti derivati*, op cit., Milano 2010, 143 ss; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op cit., Milano, 2010, 537 ss; COLAVITO, RIGHETTI, *La gestione finanziaria del rischio temperatura tramite l'uso dei derivati meteorologici*, op. cit., in *Amm. Fin.*, 2005, fasc. 57, 4-39; BAJO, RIGHETTI, *Weather derivatives come strumento per la copertura del rischio climatico*, in *Amm. Fin.*, 2005, fasc. 58, 110 ss; OSSOLA, *I derivati meteorologici*, op. cit., Milano 2003, 1.

⁹⁵ DEL BENE, *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano 2009, 160 ss, l'A. evidenzia come tra i derivati meteorologici, quello più utilizzato è quello collegato alle temperature. Per i dati si consulti come fonte <http://wrma.com> - Weather risk management association.

clima (agricole e turistiche) o indirettamente (imprese di costruzioni, di trasporto, abbigliamento, di distribuzione di energia o gas)⁹⁶.

Si pensi che il primo derivato meteo è stato collocato nel 1997 dalla Enron, società tristemente nota nel mondo finanziario, in occasione del verificarsi del fenomeno climatico normalmente definito "El Niño" ricorrente ogni 3-5 anni che sovverte a livello globale l'andamento meteorologico rispetto ai normali modelli.

I derivati climatici, infatti, consentono alle imprese sottoscrittrici di immunizzarsi dai rischi di una riduzione inattesa dei ricavi o dei profitti dovuti ad andamenti sfavorevoli e/o anomali dei fenomeni meteorologici. Questi prodotti rappresentano quindi un utile strumento di pianificazione finanziaria per le imprese esposte ai rischi di natura ambientale.

I derivati climatici sono contratti che prevedono – per il sottoscrittore – una determinata remunerazione (*payout*) al verificarsi di predefinite condizioni climatiche (*trigger*). In altri termini, il sottoscrittore del derivato maturerà il diritto alla remunerazione qualora il fattore climatico oggetto del contratto superi una predefinita soglia superiore o inferiore (*strike*)⁹⁷.

⁹⁶ ZARA *I Derivati climatici per il settore vitivinicolo*, WP 5/08, Carefin, Università Bocconi, Milano 2008.

⁹⁷ MIANI, *La gestione dei rischi climatici e catastrofali*, Giappichelli, Torino, 2004.

⁹⁸ L'espressione « principio indennitario » non compare nel codice civile, né compariva in alcuna norma dell'abrogato codice di commercio del 1882, che nell'art. 438 conteneva una norma analoga, se non identica, a quella di cui all'art. 1916 c.c. Malgrado ciò, è indiscusso, in dottrina, il fondamento normativo di tale principio, che viene ravvisato negli articoli 1904, 1905, 1908, 1909 e 1910 c.c. (Cfr. FANELLI, voce *Assicurazioni contro i danni*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1988, pp. 2-3; DE GREGORIO - FANELLI - LA TORRE, *Diritto delle assicurazioni*, II, Milano, 1987, 110; SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in *Commentario Scialoja - Branca*, Bologna - Roma, 1966, p. 304; ALIBRANDI, *Aspetti problematici*

Essi si differenziano dai contratti di tipo assicurativo in quanto prescindono dal principio indennitario;⁹⁸ ciò significa che, nel caso di utilizzo di strumenti derivati, non c'è la necessità di provare di aver subito un danno a causa di eventi climatici non catastrofici per ricevere quanto pattuito nel contratto: la condizione necessaria e sufficiente è il verificarsi dell'evento climatico in esso descritto.

della surrogazione assicurativa, in *Riv. giur. circ. e trasp.*, 1999, p. 195, nota n. 8). Tutte queste norme sono state considerate espressione di un principio di ordine pubblico e, in quanto tali, sono state ritenute inderogabili dalle parti, a meno che non si voglia stravolgere la causa e la funzione del contratto di assicurazione (cfr. GAMBINO, voce *Assicurazione (contratto di assicurazione: profili generali)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1988, vol. III). La teorizzazione del principio indennitario ha consentito, storicamente, di differenziare i contratti aleatori fondati su rischi artificialmente creati, come il giuoco o la scommessa, da quelli fondati su rischi oggettivamente esistenti, come il contratto di assicurazione (cfr. LA TORRE, *Echi dell'antico dibattito sul contratto di assicurazione: II) Il problema della natura giuridica*, in *Assicurazioni*, 1995, I, 508). Secondo una ristretta parte della dottrina, tuttavia, il principio indennitario non potrebbe essere considerato un principio di ordine pubblico, come sarebbe dimostrato dal fatto che lo stesso legislatore non ha esitato ad introdurre deroghe a tale principio per consentire alle assicurazioni contro i danni di soddisfare nuove esigenze della vita economica (si pensi alla assicurazione del profitto sperato, alla polizza stimata, previste dall'art. 1908 c.c., nonché all'assicurazione « valore a nuovo » ormai concordemente ammessa dalla dottrina e dalla giurisprudenza) (cfr. DONATI E VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2012, 120; VOLPE PUTZOLU, *sub art.1916*, in *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, Milano, Cedam, 2010).

4.-Il ruolo dei derivati creditizi nella crisi finanziaria ed economica del 2008

La crisi del 2008 ha seriamente provato la solidità e la resistenza del sistema finanziario mondiale scosso nella sua fondamenta da una carenza di liquidità che ha provocato una serie di fallimenti e dissesti di emittenti ed intermediari finanziari con relativa distruzione di titoli azionari e quindi di ricchezza⁹⁹.

Tale situazione ha paralizzato il mercato immobiliare e depresso i corsi azionari, finendo per innescare una vera e propria reazione a

⁹⁹ CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della <<fine della finanza>>*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 7-8, 1517; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.* 2009, 01, 45; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, 06, 1169. Più ampiamente sull'argomento si veda l'interessante scritto ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009, 68 ss per l'A. "dalla primavera del 2007 alla fine del 2008 la finanza internazionale ha vissuto il periodo più drammatico della sua storia: in un tragico crescendo, le crisi bancarie sono divenute sempre più gravi, sempre più frequenti e hanno richiesto misure straordinarie di politica monetaria e addirittura un gigantesco piano di salvataggio a carico del bilancio statale in tutti i principali paesi. Si è così dissolta gradualmente l'idea che questa potesse essere una crisi per così dire <<di ordinaria amministrazione>>, cioè un semplice incidente di percorso di uno straordinario processo di crescita mondiale, il prezzo da per risultati complessivamente positivi. La grande costruzione della finanza ha dimostrato di essere intrinsecamente fragile ed è stata colpita da un crollo dopo l'altro... non è possibile stimare quali sono esattamente i costi per il contribuente, né i rischi complessivi (ad esempio, in termini di inflazione futura, dopo una iniezione così massiccia di liquidità) ma è evidente che questa crisi è davvero il Big One dei terremoti, come i vulcanologi definiscono quello che si dovrebbe realizzare in California un giorno o l'altro"; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss.; CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Milano, 2009, 37 ss, per l'A. "è diffuso il convincimento che l'origine degli squilibri intervenuti nei mercati derivi da molteplicità di fattori che introducono elementi di incertezza nei sistemi finanziari, alterando il corso degli eventi. A fronte di ciò si va consolidando l'opinione secondo cui bisogna risalire all'interazione tra <<politica >> ed <<economia>>, in particolare, alla volontà della prima di utilizzare gli elevati livelli di finanziarizzazione della seconda per evitare gli effetti connessi ad una inversione del ciclo, fino a quel momento positivo. La bufera finanziaria verificatasi a seguito della facile concessione di mutui sub prime e l'esplosione del fenomeno dei derivati (con le sue ovvie degenerazioni) identificherebbero, dunque, l'effetto negativo di una politica protesa verso un'inarrestabile crescita, le cui criticità sono peraltro risalenti nel tempo.. la globalizzazione, il carattere banco centrico dei sistemi finanziari, la presenza sui mercati di ingenti quantitativi di titoli tossici, la mancanza di adeguati presidi regolamentari, oltre che di solide strutture di vigilanza, avrebbero poi consentito che si determinasse un effetto domino che ha fatto propagare la crisi, a tutti i paesi del pianeta, viepiù evidenziando le difficoltà di un capitalismo che non riesce a superare taluni suoi limiti intrinseci".

catena che ha spinto l'economia di molti paesi avanzati in una fase di grave recessione.

La crisi, notoriamente, ha avuto le proprie origini negli Usa dove la facilità di accesso al credito e l'erogazione di mutui ipotecari con applicazione di bassi tassi di interesse ha favorito un aumento della domanda di immobili ed un conseguente aumento dei prezzi degli stessi¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Dal 2002 al 2005 negli Usa, in soli tre anni, i mutui subprime erano cresciuti di tre volte, passando da un valore complessivo di 200 miliardi di dollari a oltre 600 (*US 2006 Mortgage Market Statistical Annual*, vol. 1) Le date della crisi finanziaria USA sono contrassegnate da alcuni grandi fallimenti e acute difficoltà delle banche e istituzioni finanziarie. Fino a metà agosto 2007 tutto andava bene. Verso la fine del mese poi da settembre iniziano a giungere notizie di un crescente numero di pignoramenti di case per mutui non pagati. Il 14 settembre 2007 la crisi fa la sua prima vittima, ma non negli USA bensì in Gran Bretagna, dove il Governo deve nazionalizzare la Northern Rock, il quinto istituto inglese specializzato nei mutui immobiliari, molto esposto nel mercato americano. In dicembre, con la pubblicazione dei conti dell'ultimo trimestre, si vede che diverse banche hanno svalutato il valore di titoli posseduti in misura eccezionale, prima tra tutte Bank of America e Citigroup. Intanto cresce l'indice della rischiosità globale del sistema finanziario americano e di diversi paesi occidentali, così che le banche cominciano a restringere il credito. Il 17 marzo c'è il tracollo di Bear Stearns, la più grande banca d'affari americana, che viene venduta con l'intervento pubblico a JP Morgan Chase ad un prezzo di 10 dollari ad azione (contro il valore di borsa di 133 dollari di pochi mesi prima), dopo che JP Morgan aveva fatto una prima offerta di due dollari ad azione! Il 10 ottobre 2008, a circa un anno dall'inizio, si può considerare scoppiata la crisi finanziaria globale, con un indice di rischiosità (Libor-Ois) giunto a venti volte quello di agosto 2007. (*Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Synopses*, n. 25, 2008). Una panoramica delle cause e delle dinamiche della crisi: DE POLI, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in *Analisi Giuridica del Mercato*, 2012, 1, 49 ss., per l'A. "i fattori che hanno dato causa a questa situazione eccezionale di crisi, seconda solamente a quella del 1929, prevalenti sono i seguenti: - l'eccesso di liquidità determinato da tassi di interesse estremamente bassi; - l'aumento del numero e del rilievo degli investitori istituzionali - qui intesi come quei soggetti non bancari che mimano il comportamento delle banche ma che hanno il vantaggio di non essere assoggettati alla rigida regolamentazione prudenziale cui le stesse sono sottoposte; - l'innovazione finanziaria, o - meglio - la sua mancata adeguata regolamentazione ...omissis..."; TAROLLI, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di regolamento Ce ed i sistemi di controparte centrale*, in *Giur. comm.*, 2011, 05, 755; STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010 (trad. it. Bancarotta. L'economia globale in caduta libera, Torino, 2010); MCCOY, *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, Milano, 2009, 25 ss.; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, op.cit., Bari, 2009, 72 ss.; NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13; SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, op. cit., in *Dir. pen. e proc.*, 2009, 3, 269; MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in *Bancaria*, 2009, 1, 3. All'uopo, si veda il numero monografico di *Analisi Giuridica dell'Economia* n. 1/09: *Un anno con tredici lune: crisi e diritto*. Recentemente, v. ROSSI, *Per uscire dalla crisi ascoltiamo il diritto*, in *La Repubblica* del 26

settembre 2009, ove si afferma testualmente: «il sistema dei derivati e dei vari strumenti di cartolarizzazione dei rischi di credito, che il *leverage* degli operatori ha moltiplicato a dismisura, ha creato una massa informe e incontrollata di titoli, non solo opachi, ma sovente nel loro contorto sviluppo incomprensibili, trattati in mercati non regolamentati e quindi al di fuori di ogni conoscenza e vigilanza»; ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in Riv. Soc., 2009/05, 929; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in Riv. trim. dir. pubbl. 2009, 01, 45; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in Banca, borsa tit. cred., 2008, I, 20 ss., il quale osserva “Com'è noto, le origini della crisi vanno ricercate nell'eccessiva facilità con cui negli Stati Uniti sono stati erogati mutui "subprime" da banche e finanziarie a clientela non affidabile, che non ha fornito adeguate garanzie reddituali. La prassi della securitizzazione di detti prestiti subprime - e, dunque, la trasformazione dei crediti di cui trattasi in titoli negoziabili, poi rivenduti sui mercati finanziari internazionali - si è inserita in una logica di moral hazard che ha incoraggiato eccessi operativi ed ha innescato una dinamica involutiva, cui ha contribuito in maniera significativa l'impatto negativo di un'intensa attività in derivati, che ha incrementato le attività ad alto rischio presenti sul mercato. Ne è conseguita una situazione di crisi, la quale più che investire il settore immobiliare, ha riguardato la fiducia nella funzionalità del sistema finanziario a causa dell'evidente facilità con cui in questo si era reso possibile gonfiare una bolla speculativa basata su pratiche operative disancorate dai fondamentali dell'economia”; TARGETTI, FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, op.cit., Milano 2008, 282 ss. Si leggano alcuni contributi sull'argomento di studiosi statunitensi, SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, November 2007; ASHCRAFT - T. SCHUERMANN, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, March 2008; FERRELL - BETHEL - G. HU, *Legal and Economic Issues in Subprime Litigation*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 612, March 2008; KREGEL, *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*, Levy Economics Institute Working Paper No. 530, April 2008; WHALEN, *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04, March 2008. V. ANCORA LINCiano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in Quaderni Consob di finanza n. 62, Roma, settembre 2008, nella parte conclusiva dello scritto si legge “La crisi subprime è riconducibile, come già ricordato, alla combinazione di molteplici fattori. Quelli di ordine microeconomico (impiego “distorto” del modello OTD, difficoltà nella valutazione dei prodotti e relative responsabilità delle agenzie di rating, incertezze sulla distribuzione dei rischi) hanno fatto emergere lacune informative che hanno agito da detonatore delle turbolenze iniziali, innescando una crisi di fiducia che ha travolto i mercati finanziari e generato una contrazione della liquidità del sistema. È emerso con chiarezza che le modalità di configurazione dei prodotti strutturati, e in particolare di quelli legati a mutui ipotecari, comportano dispersione dell'informazione circa la qualità originaria e l'evoluzione della qualità degli attivi sottostanti, con inevitabili ripercussioni anche sulle informazioni disponibili in merito alla distribuzione dei rischi tra gli operatori che risultano, a vario titolo, esposti verso tali prodotti. Gli incentivi alla base delle decisioni dei vari soggetti partecipanti al processo di configurazione e distribuzione dei prodotti strutturati, inoltre, non sono allineati alle esigenze informative del mercato. Il modello OTD e la percezione degli intermediari di poter trasferire il rischio mediante la cartolarizzazione hanno, infatti, favorito un abbassamento non solo degli standard di verifica iniziale del merito di credito ma anche del monitoraggio dei prestiti erogati. Le agenzie di rating non verificano la qualità dei dati forniti dagli originator e non hanno comunque interesse alla raccolta e alla divulgazione dell'informazione necessaria per una compiuta valutazione dei prodotti che esse stesse contribuiscono a configurare. Gli investitori, che avrebbero potuto svolgere un ruolo disciplinante, hanno tuttavia preferito fare affidamento sui giudizi delle agenzie di rating piuttosto che sviluppare propri (e costosi) sistemi di valutazione del rischio. Le risposte regolamentari che verranno adottate a fronte delle criticità emerse passano, in alcuni casi, attraverso la revisione di norme che, in qualche modo, hanno lasciato spazio a comportamenti “elusivi” e distorsivi. In altri casi, invece, si tratta di individuare, come si è discusso nei paragrafi precedenti, misure di intervento innovative, da calibrare con attenzione, la cui efficacia, tuttavia, non può prescindere dal potenziamento del

I mutui sono stati successivamente cartolarizzati e trasferiti a soggetti più o meno ignari mediante i *Credit Default Swap* (CDS). In pratica le banche hanno cartolarizzato i mutui trasformandoli in *Asset Backed Securities* (ABS)¹⁰¹ che, a loro volta, sono stati venduti sul mercato ad altri investitori i quali li hanno “ricartolarizzati” trasformandoli in *Collateralized Debt Obligations* (CDO)¹⁰².

Con il termine “cartolarizzazione” si indica generalmente un’operazione di finanza strutturata con la quale attività di qualsiasi tipo (*asset*), difficilmente o non efficientemente negoziabili, vengono trasformate in valori mobiliari negoziabili e liquidabili sul mercato secondario¹⁰³.

coordinamento internazionale Autorità di vigilanza e dall’interazione con gli operatori di mercato (standard setters, associazioni di categoria, etc.) così come auspicato dal FSF”.

¹⁰¹ Gli *Asset Backed Securities* sono strumenti finanziari emessi sulla base (backed) di un insieme di crediti che presentano caratteristiche simili. Tali crediti originano il flusso monetario che servono a remunerare gli investitori. La remunerazione delle *asset-backed Securities* dunque non è garantita soltanto dall’emittente, ma anche dall’insieme di crediti che costituiscono l’attività sottostante. I crediti principalmente impiegati per la realizzazione di titoli di questo tipo sono rappresentati dai mutui ipotecari sulla casa (*mortgage-backed*) e dai prestiti originati dall’impiego delle carte di credito in *Dizionario della finanza*, coordinato da BARILE, Milano, 2004, 33.

¹⁰² *Collateralized Debt Obligations* Titolo obbligazionario garantito da crediti ed emesso da una società appositamente creata (vedi: Società veicolo, Cartolarizzazione), a cui vengono cedute le attività poste a garanzia. I CDO sono solitamente garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o credit default swap e suddivisi in più categorie (tranche), a seconda della loro priorità di rimborso. Qualora i flussi di cassa generati dai crediti posti a garanzia del debito non siano sufficienti a far fronte al pagamento degli interessi sul CDO o al suo rimborso, vengono effettuati prima i pagamenti relativi alle categorie con priorità più alta (cosiddette senior e mezzanine) e, solo in via subordinata, quelli relativi alla categoria con minore priorità in *Dizionariofinanziario.it*. V. sull’argomento DRAGO, *Securitization, CDO e covered bonds*, Roma, Bancaria editrice, 2007, 10 ss.

¹⁰³ Per “Cartolarizzazione” si intende operazione di finanza strutturata per lo smobilizzo di attività non liquide o future mediante emissione di titoli il cui rimborso e corresponsione di interessi sono collegati ai flussi di cassa prodotti dalle stesse attività smobilizzate. Sull’argomento cfr. CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della <<fine della finanza>>*, op. cit., in *Resp. civ. e prev.* 2011, 7-8, 1517 per il quale “*cartolarizzazione dei mutui subprime che ha fatto da detonatore alla crisi: sospinti da un'enorme massa di liquidità, milioni di debitori che in passato non avrebbero avuto accesso al credito sono attivamente incentivati alla sottoscrizione di mutui (predatory lending); i relativi crediti sono acquistati dalle banche d'investimento, riuniti in*

In pratica la cartolarizzazione (*securitization*) consiste nel ricorrere a strumenti di debito, come l'emissione di titoli obbligazionari, per ottenere nell'immediato il rimborso di un credito a lungo termine, senza attenderne negli anni la restituzione da parte del debitore. Il processo di cartolarizzazione si svolge tramite l'intervento di apposite società, denominate "società veicolo", poiché fungono da canale di congiunzione tra il soggetto titolare dei crediti (*originator*) e gli investitori sui mercati finanziari. Il processo si articola in due fasi. Nella prima fase, al fine di recuperare nell'immediato il denaro prestato, l'*originator* "cede" - o meglio rivende - i crediti alla società veicolo. A fronte della cessione, la società veicolo paga subito l'*originator* la somma corrispondente all'ammontare del prestito, e quindi si sostituisce al creditore originario nel diritto a riscuotere il credito dal debitore.

un fondo e cartolarizzati in titoli (Asset Backed Securities), che formano la base di prodotti finanziari di secondo livello (Collateral Debt Obligations) i quali, suddivisi per classi di rischio, sono venduti a investitori istituzionali che li tengono nel loro portafoglio o li mettono in circolazione. Finché il mercato immobiliare continua a crescere (+ 124% dal 1994 al 2006 negli USA) le cartolarizzazioni dei mutui sono un capolavoro di efficienza paretiana: l'allocazione del mercato garantendo a tutti gli stakeholders (mutuatari, intermediari, banche, fondi d'investimento, investitori, ecc.) di migliorare la propria condizione finanziaria senza peggiorare la situazione degli altri"; GIRINO, I contratti derivati, op.cit., Milano 2010, 141 ss.; MERUSI, Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, in Banca, borsa, tit. cred., 2009, 3, 253; BARUCCI-MORINI, Cartolarizzazioni: che cosa non ha funzionato, in BARUCCI E., MESSORI M., Oltre lo Shock. Quale stabilità per i mercati finanziari, Milano, Egea, 2008 1ss; FOSCHINI, Il diritto del mercato finanziario, op.cit., Milano, 2008, 148 ss. Nel nostro ordinamento la cartolarizzazione è espressamente disciplinata sul modello statunitense dalla legge 30 aprile 1999, n.130 sull'argomento cfr. RUMI, Securitisation in Italia. La legge n.130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, in Giur. comm., 2000, 03,438; TARGETTI, La legge sulla cartolarizzazione dei crediti, in Giur. comm., 1999, 04, 411; MAIMERI, Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti, in Banca Borsa, tit. cred., 1999, II, 235; RUCELLAI, Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità, in Giur. comm., 1998, IV, p. 643 ss. Per un esame comparatistico della securitization v. FRIGNANI, La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo), in Foro it., 1995, V, c. 294.

Perché il meccanismo dei mutui immobiliari potesse funzionare era necessaria una terza parte, che garantisse il credito intervenendo in caso di difficoltà. Questa terza parte era solitamente una compagnia assicurativa o un'impresa finanziaria specializzata nella garanzia dei mutui.

Il predetto meccanismo ha funzionato fino a quando i tassi, invertendo il trend precedente, non hanno cominciato a risalire, per cui le rate dei mutui sono diventate eccessivamente onerose ed i debitori hanno cominciato a ritardare o interrompere i pagamenti. Conseguentemente i prezzi degli immobili hanno iniziato a scendere, determinando la diminuzione del valore delle garanzie delle banche ed innescando una vera e propria crisi sistemica¹⁰⁴.

¹⁰⁴ ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziarie e le regole non scritte*, op.cit., Bari, 2009, 70 ss; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, I, 20, l'A. afferma che "I noti eventi che, nell'estate 2007, hanno funestato i mercati finanziari internazionali mettono in evidenza gli effetti degenerativi di una operatività che si caratterizza per la traslazione dei rischi di credito dagli intermediari (banche e società finanziarie) ai risparmiatori-investitori, acquirenti di prodotti rivenienti da cartolarizzazioni a basso livello di sicurezza. Com'è noto, le origini della crisi vanno ricercate nell'eccessiva facilità con cui negli Stati Uniti sono stati erogati mutui "subprime" da banche e finanziarie a clientela non affidabile, che non ha fornito adeguate garanzie reddituali e che, in presenza di un aumento dei tassi di interesse, è diventata in larga misura insolvente. La prassi della securitizzazione di detti prestiti subprime - e, dunque, la trasformazione dei crediti di cui trattasi in titoli negoziabili, poi rivenduti sui mercati finanziari internazionali - si è inserita in una logica di moral hazard che ha incoraggiato eccessi operativi ed ha innescato una dinamica involutiva, cui ha contribuito in maniera significativa l'impatto negativo di un'intensa attività in derivati, che ha incrementato le attività ad alto rischio presenti sul mercato. Ne è conseguita una situazione di crisi, la quale più che investire il settore immobiliare ha riguardato la fiducia nella funzionalità del sistema finanziario a causa dell'evidente facilità con cui in questo si era reso possibile gonfiare una bolla speculativa basata su pratiche operative disancorate dai fondamentali dell'economia. In particolare, la tecnica che ha caratterizzato la creazione degli strumenti finanziari rivenienti dalle operazioni di cartolarizzazione dei mutui in parola prevedeva il pagamento delle cedole ed il rimborso del capitale sottoscritto con il flusso di cassa generato dal "portafoglio" sottostante (i.e.: nel quale erano confluite le predette attività finanziarie, vale a dire i mutui erogati). L'insolvenza dei mutuatari, conseguente agli aumenti dei tassi di interesse, ha impedito agli emittenti di adempiere agli impegni assunti nei confronti dei portatori degli strumenti in parola. Da qui l'innescarsi del noto circuito vizioso descritto dalla stampa specializzata, che di certo è stato amplificato dal fondato sospetto di essere in presenza di una crisi sistemica (che avrebbe determinato crescente carenza di liquidità sui mercati interbancari)"; BARUCCI -MESSORI, *Oltre lo Shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*,

Le fasce più colpite sono state i sottoscrittori dei mutui c.d. *subprime*, ovvero persone che, non possedendo un background economico ottimale, avevano accesso al credito ad un tasso superiore alla media. Le banche, solitamente poco inclini ad erogare tali tipi di prestiti, già dai primi anni del duemila hanno mutato atteggiamento. Conseguentemente la percentuale di mutui *subprime*, rispetto al totale dei prestiti concessi dai vari istituti, è salita notevolmente.

Molti osservatori¹⁰⁵ hanno individuato le ragioni di tale crescita proprio nell'uso smodato e nell'opacità dei derivati creditizi negoziati

Milano, Egea, 2008 30 ss; TARGETTI, FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, op.cit., Milano 2008, 280 ss.

¹⁰⁵ TAROLLI, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di regolamento Ce ed i sistemi di controparte centrale*, op.cit., in *Giur. comm.*, 2011, 05, 755, in cui l'A compie una lucidissima analisi delle cause delle recenti crisi finanziarie "la più grave crisi dei tempi moderni che ha attraversato le economie evolute sta impegnando da qualche tempo le classi dirigenti di tutto il mondo, che si interrogano sulle ragioni che hanno determinato una condizione di generalizzata recessione. Tali ragioni affondano le proprie radici nella storia recente, che ha visto un'accelerazione formidabile verso un mercato sempre più globale, sganciato dalle vecchie logiche feudali proprie dei modelli nazionali. Sul fronte della finanza, tali cambiamenti epocali si sono accompagnati all'avvio di una intensa fase "creativa", che si è distinta per la rapida diffusione di strumenti innovativi di redistribuzione dei rischi associati al debito privato? In questo quadro, i regolatori hanno denunciato una forte resistenza ad abbandonare modelli normativi pensati in funzione di un contesto economico e sociale pre-globalizzato, e per lo più caratterizzato da una forte impronta localistica. Sotto gli occhi degli osservatori si è prodotta così – nella lunga e laboriosa gestazione di modelli normativi più adeguati alla complessità della nuova economia – una dissociazione sempre più profonda tra mercato e regole. La crisi economica è stata così prima di tutto una crisi delle attuali categorie, che hanno svelato d'incanto tutta la propria incapacità di governare fenomeni inediti. Nell'ambito della riallocazione dei rischi collegati al debito privato, il solco tra mercato e regole si è progressivamente allargato con la crescita esponenziale del mercato dei derivati, nelle cui nicchie si sono negli anni formate zone "grigie" sostanzialmente sottratte alla disciplina delle regole e al controllo dei regolatori. In particolare, l'aumento verticale degli scambi che hanno interessato i derivati di credito over the counter – al di fuori di ogni sistema codificato e di qualsiasi possibilità di controllo delle autorità di settore – ha disegnato una sorta di "terra di nessuno" trasversale ai diversi ordinamenti giuridici, dai confini incerti ma sempre più estesi". Sullo stesso argomento vedasi CALDERAI, *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della <<fine della finanza>>*, op. cit., in *Resp. civ. e prev.* 2011, 7-8, 1517; ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, op. cit., in *Riv. Soc.*, 2009, 05, 929; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, op.cit., in *Riv. trim. dir. pubbl.* 2009, 01, 45; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui subprime)*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, I, 20; TARGETTI, FRACASSO, *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, op.cit., Milano 2008, 284 ss.; RISPOLI FARINA,

in misura crescente fuori dai mercati regolamentati (si pensi che ad inizio 2006 il totale del valore nozionale di tutti i derivati finanziari *Over The Counter* “OTC” aveva superato i 280.000 miliardi di dollari, cioè sette volte il PIL mondiale con una crescita rispetto al 2003 del 143%).

In questo modo, grazie cioè all'utilizzo di strumenti derivati estremamente complessi¹⁰⁶, si è generata una moltiplicazione esponenziale del rischio, poi frazionato e trasferito sugli investitori.

Orbene, inizialmente le banche erano propense ad affrontare direttamente il rischio connesso all'erogazione del prestito e, per tale motivo, valutavano attentamente il credito, soprattutto considerando la probabilità di default e la capacità di rimborso del soggetto. Dal 2000 in poi, in maniera più marcata, le banche hanno assunto maggiori rischi per poi cederli immediatamente, attraverso sempre più sofisticati strumenti derivati, in particolare avvalendosi degli esaminati *credit default swap*.

Basti pensare che all'indomani della crisi del 2008 alcune banche, in primis JP Morgan, detenevano *Credit default swap* per un valore uguale a 4,7 volte i loro prestiti. A favorire l'ascesa dei prodotti in esame, sia fra banche, sia fra fondi comuni, che fra *hedge funds*, ha contribuito l'alto valore di rating espresso dalle agenzie con la concessione delle triple A.

ROTONDO, *Crisi dei mercati finanziari*, Milano, 2009, 3 ss.; MCCOY, *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, op.cit., a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, Milano, 2009, 25 ss.

¹⁰⁶ TRADATI, *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, op. cit., Milano, FrancoAngeli, 2011, 13 ss.; BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, op. cit., in *Contratto e Impresa*, 2009, 305 ss.

Secondo dottrina molto accreditata *“il sistema dei derivati e dei vari strumenti di cartolarizzazione dei rischi di credito, che il leverage degli operatori ha moltiplicato a dismisura, ha creato una massa informe e incontrollata di titoli, non solo opachi, ma sovente nel loro contorto sviluppo incomprensibili, trattati in mercati non regolamentati e quindi al di fuori di ogni conoscenza e vigilanza”*.¹⁰⁷

Orbene, la commistione di più fattori come *“l’insufficiente livello di trasparenza nelle cartolarizzazioni, l’eccessiva complessità dei prodotti strutturati, l’abuso della leva finanziaria, l’eccessiva dipendenza da fonti di finanziamento a breve, la sottovalutazione delle categorie di rischio, nonché la carenza di controlli da parte delle preposte autorità di vigilanza hanno favorito la profonda crisi internazionale dei mercati finanziari”* ¹⁰⁸.

Solo qualche anno prima, Alan Greenspan, *ex chairman* della Fed, aveva avvertito la comunità finanziaria facendo rilevare come: *“il trasferimento del rischio attraverso il mercato dei derivati creditizi è efficace solo se la parte che si assume questo rischio è effettivamente in grado di sostenerlo”*¹⁰⁹. Ebbene, considerata l’entità raggiunta dal mercato dei

¹⁰⁷ ROSSI, *Per uscire dalla crisi ascoltiamo il diritto*, in *La Repubblica* del 26 settembre 2009; ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. Soc.*, 2009,05, 929.

¹⁰⁸ Così BENCINI, *Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela*, in www.associazionedisianopreite.it; NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13; SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, op.cit., in *Dir. pen. e proc.*, 2009, 3, 269; MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in *Bancaria*, 2009, 1, 3; AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. Diritto civile*, 2009, 5, 547; CALANDRA BUONAURA, *Crisi bancarie, effetti sistemici e interventi pubblici: qualche spunto per una riflessione*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it; TARANTOLA, *Banca e Mercato, quali prospettive?*, in www.bancaditalia.it.

¹⁰⁹ V. Articolo dal *Il Sole 24 ore* del 21 aprile 2005. Cfr. GREENSPAN, *Economic flexibility, remarks to the National association for business economics annual meeting, Chicago, September 27, 2005*, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2005/20050927/default>. Giova osservare che lo stesso Greenspan nel settembre affermava che «i nuovi strumenti di dispersione di rischio [che] hanno consentito alle banche più grandi e più sofisticate [...] di spogliarsi di una gran parte del rischio di credito trasferendolo a istituzioni con minore

derivati creditizi, risulta di tutta evidenza quanto il monito lanciato dall'economista statunitense sia stato ampiamente disatteso. Se in principio tali derivati venivano utilizzati come efficace mezzo di copertura dal rischio, la loro diffusione è diventata ben presto il frutto di un atteggiamento sbagliato degli operatori, votato a fini meramente speculativi.

In questa ottica, la crisi finanziaria dei mutui *subprime*, che ha scosso i mercati finanziari, è un esempio lampante delle conseguenze che una sfrenata speculazione può causare in un settore così delicato.

Un primo avvertimento di quella che sarebbe stata la grande crisi, si è avuto il 16 marzo 2008 quando, a causa di una irreversibile crisi di liquidità, la banca Bear Stearns viene tempestivamente salvata da un intervento pubblico ponte degli Stati Uniti d'America, per essere poi ceduta a JP Morgan¹¹⁰. Ma la situazione è ben diversa quando il 7

grado di indebitamento [...] hanno contribuito allo sviluppo di un sistema finanziario molto più flessibile ed efficiente, e perciò meno sensibile agli shock, di quello che esisteva appena un quarto di secolo fa». Nell'aprile 2006, quattordici mesi prima che scoppiasse la crisi, il Fondo monetario internazionale scriveva: «La dispersione del rischio di credito dalle banche a un insieme più ampio e variegato di investitori [...] ha contribuito a rendere più flessibile il sistema bancario e finanziario» consentendo di mitigare e di assorbire gli shock a cui esso è esposto, di contenere in conseguenza i collassi bancari e di aumentare l'offerta di credito>> in <http://www.imf.com>

¹¹⁰ Fondata da Joseph Bear e Robert Stearns nel 1923 a New York con una dotazione iniziale di 500 mila dollari la storica banca americana non era riuscita a superare la Grande Depressione del 1929 senza licenziare un solo dipendente. A fine 2006 il gruppo aveva un giro d'affari di 9,22 miliardi di dollari e un utile netto di oltre 2 miliardi di dollari e in gestione asset per 52,5 miliardi di dollari. A inizio del 2007 il titolo della banca d'affari valeva a New York circa 170 dollari sui suoi medesimi storici. Nei mesi successivi, si aprì un baratro che risucchiò i profitti e la fama di Bear Stearns e che fu la prima imponente manifestazione del buco apertosi a Wall Street con le svalutazioni del mercato immobiliare. Le pesanti esposizioni in asset connessi ai mutui subprime da parte di diversi fondi del gruppo travolsero la società. Il 22 giugno del 2007 il gruppo dovette ricapitalizzare con 3,2 miliardi di dollari il suo Bear Stearn High Grade Structured Credit Fund. A metà luglio 2007 il gruppo dichiarò che due fondi subprime avevano quasi azzerato il proprio valore, al 31 dello stesso mese i due fondi andarono in bancarotta. Il 24 marzo 2008 Bear Stearns passa sotto il controllo di JP Morgan che l'acquista per 10 dollari ad azione con investimento complessivo di 1,2 miliardi di dollari. Cfr. DE POLI, *Crisi*

settembre successivo, pochi giorni dopo che il Segretario del tesoro Paulson aveva dichiarato l'esatto contrario, il Tesoro Usa di fatto "nazionalizza" - con un intervento da oltre 200 miliardi di dollari - Fannie Mae e Freddie Mac, soggetti semipubblici che garantivano mutui statunitensi per oltre 10 mila miliardi di dollari¹¹¹.

L'apice di questa crisi si è avuta con il crack finanziario più importante che il capitalismo americano e forse mondiale abbia mai conosciuto: quando cioè il 15 settembre 2008 la Lehman Brothers

finanziaria globale e fattori comportamentali, op.cit., in *Analisi Giuridica del Mercato*, 2012, 1, 55 ss.; TRADATI, *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, op. cit., Milano, FrancoAngeli, 2011, 24 ss.; MCCOY, *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, op. cit., a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, Milano, 2009, 64 ss.; BOTTIGLIA, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Milano 2009, 313 ss, in cui l'A. analizza l'acquisizione della Banca Bearn Stearns da parte della JP Morgan, evidenziando che con questa operazione "si introduceva nel sistema finanziario una svolta che avrebbe avuto importanza decisiva nelle vicende dei mesi successivi: stanti i rischi di contagio all'interno del sistema, veniva infatti a cadere quello che all'epoca era considerato un principio fondante del sistema medesimo, cioè che un'investment bank non potesse né accedere al sostegno finanziario della FED, né essere oggetto di salvataggio con impiego di fondi pubblici. Un altro elemento originale, seppure non del tutto inedito, era poi costituito dal meccanismo di cooperazione tra le autorità federali ed un grande gruppo bancario privato, che almeno a prima vista appariva, anche in funzione del bassissimo valore d'acquisto, come beneficiario di provvidenze erogate con denaro del contribuente".

¹¹¹ SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, op cit., in *Riv. trim. dir. pubbl.* 2009, 01, 45. Secondo l'A. "il salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac, anch'essi semplici intermediari non bancari benché semi-pubblici, si spiega con altre ragioni, che difficilmente possono essere sistematizzate nell'ottica esclusiva di un modello di regolazione dei mercati finanziari (evitare l'impatto macroeconomico di un loro fallimento sull'intera economia americana; evitare gli effetti negativi sui cittadini mutuatari; non deprimere definitivamente il settore dell'edilizia residenziale; salvare gli ingenti investimenti che Russia e Cina avevano effettuato nel capitale di questi soggetti last - e in questo caso forse anche least - evitare il rischio sistemico potenzialmente derivante dalla connessione con moltissime banche regionali operanti nel settore dei mutui immobiliari). In Europa, gli interventi dei governi nazionali si sono caratterizzati, pur nell'ambito di una linea d'azione sommariamente concordata a livello comunitario per la diversità delle misure adottate che variano dalla nazionalizzazione delle banche in difficoltà e dalla garanzia statale accordata ai depositi bancari alla possibilità di acquisto da parte dello Stato dei «titoli tossici», di partecipazioni azionarie nelle banche in difficoltà per un periodo di tempo predeterminato ovvero di obbligazioni emesse dalle stesse banche per fornire rapidamente liquidità al sistema"; VELLA, *Fannie, Freddie e i Fratelli Lehman*, in *www.lavoce.info*. Sul fronte italiano, cfr. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale dir. amm.*, 2008, 11, 1083; GIGLIO, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, 1, 23; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziarie e le regole non scritte*, Bari, 2009, 75 ss. Per la letteratura straniera vedasi REISS, *The Federal Government's Implied Guarantee of Fannie Mae and Freddie Mac's Obligations: Uncle Sam Will Pick Up the Tab*, in *Georgia Law Rev.*, 2008, 42, p. 1022 ss; JICKLING, WEISS, *Freddie Mac. Scandal in U.S. Housing*, New York, Nova, 2007, 1 ss.

Holdings Inc. ha presentato domanda di ammissione al Chapter 11 del *Bankruptcy Code*, dando l'avvio alla più grande procedura di *bankruptcy* (per totale del passivo)¹¹² della storia economica degli Stati Uniti d'America.

¹¹² La Lehman Brothers Holdings Inc. nasce nel 1850 in Alabama per volere dei fratelli Henry, Emanuel e Mayer Lehman al fine di finanziare, inizialmente, la produzione e distribuzione del cotone. Nel tempo, l'impresa dei fratelli Lehman si specializza in *private equity*, *private banking* ed *investment management* sino a divenire la quarta banca di investimento statunitense per capitalizzazione. LEHMAN BROTHERS riesce a superare indenne sia la grande depressione del 1929, sia il collasso della finanza internazionale derivante dai noti eventi terroristici dell'11 settembre 2001. La LEHMAN BROTHERS Inc. ha presentato in data 15 settembre 2008 la domanda di ammissione al Chapter 11 del *Bankruptcy Code*, che ha coinvolto anche diciotto società controllate. Le tappe e gli effetti della crisi del gruppo Lehman Brothers sono descritte da VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc.*, 2009, II, 67, ove sono pubblicati anche i testi della richiesta della Lehman di ammissione alla procedura di Reorganization, della richiesta della Lehman di accettazione dei termini e delle condizioni della vendita di assets e dell'ordinanza della Corte fallimentare di accettazione. Sullo stesso argomento vedasi: DE POLI, *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, op.cit., in *Analisi Giuridica del Mercato*, 2012, 1, 55 ss.; NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009 BENCINI, *Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela*, in *Foro tosc.*, 2009, 129 ss.; BOTTIGLIA, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, op.cit., Milano 2009, 393 ss; ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, op.cit., in *Riv. Soc.*, 2009, 05, 929, secondo l'A. "il primo fondamentale insegnamento che ci deriva dalla crisi è che la ricchezza non può né nascere né alimentarsi crescendo a dismisura dal e sul debito. È poi ovvio che i debiti debbono essere pagati anche se questo elementare principio giuridico è stato colpevolmente dimenticato negli ultimi decenni dalle teorie economiche, fuorviate dalla spinta speculativa al crescere costante dei prezzi, che non concedevano mai la possibilità di una restituzione in perdita. Ma tale crescita dei prezzi, dei beni e dei titoli, sempre più manipolata, non poteva ovviamente essere eterna. E così la bolla è scoppiata. In periodi di bassi interessi il patrimonio delle imprese, e soprattutto delle aziende di credito e degli intermediari finanziari, organizzati o non - come vedremo - in forma societaria è stato costituito solo in minima parte dal capitale e in massima parte da denaro preso a debito. Questo è il modello tipico del cosiddetto leverage (la leva) considerato tollerabile nel rapporto 10:1. Naturalmente ogni operazione d'investimento patrimoniale deve tener conto anche della necessità di ripagare il debito e gli interessi, ma se il rapporto diventa, come nel caso della fallita banca d'investimento Lehman Brothers di 30:1, a meno di investimenti fortunosi, il fallimento è sicuro. È così che si sono moltiplicati strumenti finanziari di cartolarizzazione del debito (o se vogliamo del rischio di credito), chiamati genericamente derivati perché basati su altri titoli, come le opzioni, i futures e così via". Per la letteratura straniera vedasi ZINGALES, *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*, in www.oversight.house.gov, ove chiarito che: «the demise of Lehman Brothers is the result of its very aggressive leverage policy in the context of a major financial crisis. The roots of this crisis have to be found in bad regulation, lack of transparency, and market complacency brought about by several years of positive returns»; POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009, xii.

Il “caso Lehman Brothers”, al di là dei numeri impressionanti,¹¹³ è diventato ben presto il simbolo del fallimento di un intero sistema capitalistico, o quantomeno come è stato da più parti osservato, di un certo modo di intenderlo, distorto da comportamenti eccessivamente spregiudicati. Si stima che nei mesi successivi all’insolvenza di Lehman Brothers i corsi azionari nei paesi a economia avanzata hanno subito brusche correzioni al ribasso, arrivando a perdere nel marzo 2009 fino al **48 per cento**¹¹⁴.

A maggiormente colpire nella vicenda Lehman si è rivelata l’ineffettività dei controlli delle autorità preposte e l’assoluta mancanza di previsione degli eventi. Infatti, a differenza di altri gravissimi *default* quale, ad esempio, quello della Repubblica Argentina le cui obbligazioni hanno subito nel tempo alcuni *downgradings*, i titoli Lehman Brothers hanno goduto, sino al giorno

¹¹³ Il caso Lehman rappresenta il più grande crack della storia americana. Dal *file of petition* (cioè la domanda di ammissione alla procedura emergono infatti i seguenti dati: - totale attività = 639 miliardi di dollari; - totale passività = 613 miliardi di dollari. Le passività, dal punto di vista oggettivo, risultano distribuite tra *secured debts* (crediti privilegiati) e *unsecured debts* (crediti chirografari) divisi a loro volta in senior, ordinari e junior. Basti pensare che sono oltre 16 mila, i creditori che hanno presentato istanza di iscrizione nel passivo del fallimento di Lehman Brothers. Secondo una lista diffusa dal quotidiano MF tra le istituzioni finanziarie italiane si notano il gruppo Intesa Sanpaolo (circa 210 milioni di dollari di crediti), Cassa Depositi e Prestiti (133 milioni), Mps (39 milioni), Abax Bank (gruppo Credem, 29 milioni) e Bpm (oltre 9 milioni). Numeri relativamente modesti se paragonati a quelli dei principali creditori: il Wilmington Trust Co. da solo vanta un credito di 48,8 miliardi, l’associazione bancaria tedesca (Bundesverband Deutscher Banken) ha presentato un “conto” di 25,7 miliardi, Heron Quays (HQ2) è a quota 4,3 miliardi, legati ad affitti e rate di leasing non pagate per gli affitti del gruppo nel quartiere di Canary Wharf a Londra. Vantano crediti miliardari anche alcune ex controllate del gruppo come Aurora Bank Fsb (in precedenza Lehman Brothers Bank Fsb, 2,2 miliardi di crediti), nonché fondi sovrani come l’Abu Dhabi Investment Authority (609,3 milioni) in www.fondionline.it. Sull’argomento cfr. VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc.*, 2009, II, 78.

¹¹⁴ Fonte www.finanzaonline.it

prima della manifestazione del dissesto, di rassicuranti giudizi di merito da parte delle più importanti agenzie di *rating*¹¹⁵.

La crisi finanziaria ha portato allo scoperto le carenze dei metodi e modelli utilizzati dalle agenzie di *rating* del credito, ponendo il loro operato sotto la lente di ingrandimento delle autorità di vigilanza, soprattutto in relazione all'attribuzione di *rating* "troppo favorevoli" ai prodotti derivanti da cartolarizzazioni, che molti operatori considerano uno dei fattori scatenanti della recente crisi finanziaria.¹¹⁶

¹¹⁵ BUFACCHI, *Crack Lehman: strada in salita per le azioni legali dei risparmiatori*, in *Guida al diritto*, 2008, 10, 16, secondo cui: «il giorno prima di fallire la Lehman Brothers, a differenza della Repubblica argentina, vantava *rating* molto elevati nella graduatoria molto affidabile degli *investment grade*: la A2 di Moody's, la A+ di Fitch e la A di Standard & Poor. Lunedì 15 settembre la banca Inc. ha fatto ricorso alla procedura di liquidazione del Chapter 11 dopo un weekend di trattative drammatiche con il Tesoro americano per un salvataggio *in extremis* che era dato per scontato dalla stragrande maggioranza dei *market player*. Il *rating* singola A equivale a un rischio d'insolvenza pari allo 0,04 per cento». Sul punto *ex multis*: cfr. l'ampio saggio di PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 251 ss.; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio: l'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca e borsa, Giuffrè, Milano, 2009, 7, per il quale le agenzie di *rating* "partecipano di un "immaginario ambientale" (=il senso comune congiunturale delle élites finanziarie globali) che può cogliere le "devianze singolari" ma tendenzialmente non vede in che direzione si muova il sistema che lo produce (=nessuna agenzia aveva previsto la crisi di Lehman Brothers, ecc.)», con l'effetto finale che «l'affidabilità di chi vende affidabilità non sempre è garantita, o non lo è nella misura che le si accredita»; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del Convegno di Courmayeur* del 26-27 settembre 2008, in *I Nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, 87.

¹¹⁶ Le agenzie di *rating* sorgono negli Stati Uniti nei primi anni del 1900 per rispondere all'esigenza delle imprese, che si trovavano ad operare su un mercato sempre più vasto e dunque su "piazze" anche fisicamente lontane dalle loro sedi, con la conseguente difficoltà di conoscere l'effettiva affidabilità delle controparti contrattuali, di poter disporre di strumenti sintetici che indicassero per l'appunto il livello di affidabilità e il merito di credito di queste ultime. Per una ricostruzione delle origini del *rating* e delle agenzie v. PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 253 ss.; FERRI-LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 21 ss.; DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Köln, 2007, in <http://ssrn.com/abstract=991821>, 17 ss.; HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 82:43, 2004, 46 ss. È opinione diffusa che fra i vari responsabili delle recenti crisi finanziarie debbano annoverarsi anche le "agenzie di *rating*", ree di aver operato senza la necessaria correttezza e trasparenza anche in ragione della troppa libertà loro consentita da una regolamentazione all'epoca alquanto nebulosa, e a tratti inesistente. E ciò in un contesto in cui il giudizio di *rating* sui prodotti finanziari o

È importante ricordare che nelle operazioni di cartolarizzazione il ruolo delle agenzie non si esaurisce alla mera assegnazione del giudizio alla specifica emissione, ma continua con un attento

sugli emittenti costituisce il principale, e talvolta l'unico, elemento di valutazione della rischiosità di un investimento. Sul punto si veda PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441 ss.; BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizione*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2/2012, 475 ss.; CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, op.cit., in *Banca, borsa, tit. cred.* 2008, I, 53 ss., ove l'Autore osserva che, dalla centralità del giudizio di rating nell'ottica dell'investitore, «consegue che l'agere degli enti cui tale giudizio è rimesso non esaurisce i suoi effetti nella sfera negoziale della società veicolo e, dunque, di coloro che con questa svolgono attività contrattuale; ma interagisce, indirettamente, anche sulla situazione giuridico patrimoniale di soggetti che, pur essendo terzi rispetto all'attività negoziale in osservazione, si relazionano in qualche modo con questa e ne subiscono le implicazioni». DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 488. In sostanza le valutazioni sul merito di credito costituiscono dei giudizi prospettici che informano sulla probabilità, in termini relativi, che il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi avvengano secondo i tempi pattuiti. Si suole distinguere fra rating dell'emittente e rating dello strumento a seconda che il parere sulla probabilità di inadempimento/insolvenza dell'emittente attenga ai suoi obblighi finanziari in generale ovvero ad un determinato debito o titolo, così FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 166; MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 55. Si v. l'articolo di PAVESI, *Moody's, S&P e Fitch. Ecco chi comanda nelle agenzie di rating*, in *Il Sole 24Ore* del 9 maggio 2010, che segnala come al dicembre 2009 il primo azionista di Moody's risultasse il fondo Berkshire Hathaway di Warren Buffett con il 13,4% del capitale, seguito dal gestore Fidelity con il 10,5% e da altri investitori istituzionali quali State Street, BlackRock, Invesco, Morgan Stanley Investment, Vanguard. Gli stessi BlackRock, Fidelity, Vanguard risultano al contempo detentori di quote del capitale di S&P, dopo l'azionista di riferimento McGraw-Hill. Recentemente anche la giurisprudenza è intervenuta sull'argomento, affermando: Trib Firenze, 6.07.2007, in *www.ilcaso.it*, «il rating costituisce un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata indicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi. L'intermediario pertanto ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating, trattandosi di dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore». Sul punto cfr. Trib. Cagliari, 2.01. 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, IV, 912, con nota di FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*. In tempi non sospetti gli studi statunitensi già dimostravano come per il 79% circa degli investitori non professionali il credit rating costituisse l'elemento di valutazione principale sotteso alle proprie scelte di investimento; così BOMM J.R., *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in *San Diego Law Review*, 30, 1993, 582. I credit rating sono estremamente utili anche per gli investitori professionali che si fanno indicare dai propri clienti finestre di rating entro cui investire.

monitoraggio dell'andamento dell'intera operazione fino al momento del rimborso dei titoli emessi¹¹⁷.

¹¹⁷ Nel corso del tempo lo spettro delle attività delle agenzie si è sempre più ampliato e con esso il rischio di conflitti d'interessi delle agenzie medesime. Queste hanno, poi, ulteriormente sviluppato l'ambito della loro attività anche mediante la prestazione di servizi accessori forniti agli emittenti, quali i c.d. *pre-rating assesment* (la sottoposizione alle agenzie di ipotetiche operazioni o transazioni al fine di verificare che tipo di *rating* otterrebbero) o veri e propri servizi di consulenza, secondo un modello simile a quello seguito dalle società di revisione (sollevando non dissimili problemi quanto ai profili di conflitto di interessi e di effetti anticoncorrenziali. Come segnalano le ricerche più recenti, inoltre, il ruolo del *rating* ha finito per influenzare la stessa struttura delle transazioni che avvengono sul mercato finanziario. Si riscontrano vere e proprie emissioni c.d. *rating-driven*, in cui l'agenzia di *rating* assume un ruolo attivo anche nella costruzione del prodotto su cui poi emetterà il proprio giudizio: ciò è quanto accade, ad esempio, nelle transazioni che hanno ad oggetto prodotti finanziari strutturati, che peraltro hanno costituito la parte più rilevante dell'attività (e degli utili) degli ultimi anni delle maggiori CRAS e relativamente alle quali si sono posti evidenti problemi di conflitto di interessi delle agenzie, coinvolte nella predisposizione dell'oggetto del loro giudizio, così PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private <<geneticamente modificate>>*, in *Riv. Trim. dir. pubb.* 2011, 01, 179; INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc.*, 2008, 43; TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 938-9. Nel nostro ordinamento l'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999 n. 130, «Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti», prevede che la Consob stabilisca con proprio regolamento i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del rating dei crediti cartolari e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano a ciascuna operazione di cartolarizzazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria. L'art. 2 del regolamento Consob contiene i requisiti di professionalità degli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999, prevedendo che essi debbano «essere costituiti in forma societaria» e essere organizzati in modo che: a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a 3 anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti; b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti; c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alla procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno. I suddetti requisiti previsti si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione Europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del regolamento. L'art. 3 del regolamento Consob si occupa dell'indipendenza prevedendo che la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999 non può essere effettuata da operatori che: a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione; b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione; c) sono collegati ad uno dei detti soggetti. Il prospetto informativo contiene indicazioni circa i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'operatore incaricato della valutazione del merito di credito, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati. Le situazioni di controllo e di collegamento sono definite in base al disposto, rispettivamente dell'art. 93 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e

Tale situazione ha indotto gli Stati Uniti a ricondurre le agenzie di *rating* nell'ambito di un sistema pubblicistico di regolamentazione¹¹⁸. Ben presto anche l'Europa ha seguito l'esempio

dell'art. 2359, comma 3, del codice civile. Per soggetti che partecipano all'operazioni si intendono: il soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti.

¹¹⁴ PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private* <<geneticamente modificate>>, op. cit., in Riv. Trim.dir. pubb. 2011, 01, 179, il quale ricorda come "di recente la SEC è intervenuta sulla normativa con diversi provvedimenti, tesi ad implementare gli obblighi di trasparenza delle agenzie, anche quanto alle metodologie di assegnazione del rating specie con riferimento ai prodotti strutturati, a prevenire conflitti di interesse e a promuovere una maggior concorrenza nel mercato del rating. In particolare, l'amendment della SEC del novembre 2009, concentra la sua attenzione sulla trasparenza e la conoscibilità anche da parte della SEC stessa dello sviluppo storico dell'assegnazione dei rating e sulla condivisione tra le agenzie delle informazioni rilevanti". Per completezza si rammenta che in data 22 e 27 settembre 2006, viene approvato negli Stati Uniti d'America il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) che con svolta epocale, modificando e integrando in diverse parti il *Securities and Exchange Act* del 1934, per la prima volta regola in maniera sistematica l'attività di *rating* e assegna alla SEC significativi poteri di vigilanza e normazione secondaria sulla cui base l'Autorità emana una *final rule* che attua la legge rendendola effettiva. Il contenuto del *Credit Rating Agency Reform Act* e della relativa normativa di attuazione è piuttosto ampio e innovativo e introduce una serie di novità nel *Securities and Exchange Act* of 1934 fra cui la definizione di *credit rating*¹⁹³, di *credit rating agency*¹⁹⁴ e di NSRO¹⁹⁵; una procedura di ottenimento della qualifica di NSRO (qualifica necessaria ai fini della valenza regolamentare dei *rating*); una serie di obblighi informativi in capo alle NSRO nonché relativi poteri di vigilanza per la SEC. In estrema sintesi, gli snodi essenziali del nuovo apparato normativo sono i seguenti. L'ottenimento della qualifica di NSRO presuppone l'avvenuta registrazione da parte dell'agenzia richiedente presso la SEC, a valle di un'apposita procedura scandita nei tempi e fondata su requisiti oggettivi. La registrazione può essere negata esclusivamente in mancanza di anche uno solo dei requisiti richiesti dalla legge ovvero qualora la SEC ritenga che l'istante non disponga di adeguate risorse finanziarie e manageriali che garantiscano uno svolgimento integro dell'attività di *rating*, nel rispetto delle procedure e metodologie illustrate nella domanda. Nella domanda di registrazione le agenzie richiedenti devono fornire dettagliate informazioni sulla loro organizzazione e sulla loro attività, di cui alcune destinate ad essere rese pubbliche mentre altre a rimanere nel possesso della SEC a fini di vigilanza. Le predette informazioni sono suscettibili di aggiornamento da parte delle agenzie che le hanno prodotte su base continuativa (quando divengano *materially inaccurate*) e comunque quantomeno annuale. Per effetto dell'avvenuta registrazione la società di *rating* diviene soggetta ai poteri di vigilanza della SEC ed è tenuta a trasmettere periodicamente tutta una serie di ulteriori informazioni. Inoltre le NSRO sono tenute a designare un *compliance officer* e ad adottare procedure per prevenire sia l'abuso di informazioni privilegiate sia per identificare e gestire i conflitti di interesse. Su entrambi gli aspetti la SEC ha il potere di imporre particolari prescrizioni o procedure e, limitatamente ai conflitti di interesse, di vietarne alcuni. Tra i molti contributi stranieri vedasi WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry – For better or for Worse?*, Febbraio 2007, *Law&Economics research paper series working paper* No. 07-09, New York University school of law, in *www.ssrn.com*, 51 ss. Vedasi anche il testo reperibile SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating*

americano, ed a fine 2009 è entrata in vigore la nuova disciplina comunitaria in materia di agenzie di rating (Regolamento CE 16 settembre 2009, n. 2060)¹¹⁹ volta a garantire l'integrità del processo di produzione e diffusione dei *rating* attraverso un regime che prevede un'autorizzazione iniziale delle agenzie (*registration*) e che impone alle stesse di dotarsi di adeguati assetti procedurali e organizzativi, in grado di minimizzare i conflitti di interessi e di garantire un adeguato livello di trasparenza dei *rating* e delle metodologie utilizzate¹²⁰.

Nel gennaio 2011 sono stati resi pubblici i risultati dei lavori della Commissione Nazionale costituita negli USA dal Congresso nel

Organization, del 18 giugno 2007, in *www.sec.gov*.

¹¹⁹ Vedasi Parere della Banca Centrale Europea del 21 aprile 2009 sulla proposta di *Regolamento relativo alle agenzie di rating del credito* predisposta dalla Commissione, disponibile in *www.ecb.int/ecb/html/index.it.html*, ove la BCE rileva come (i) un miglioramento nel livello di trasparenza seguito nell'emissione dei *rating* e la loro osservazione costante consentano «una migliore comparazione tra le valutazioni di rating delle agenzie di rating del credito», promuovendo per l'effetto «una più ampia concorrenza in tale settore», (ii) standard di qualità e integrità adeguati siano auspicabili, così come (iii) «l'integrità e l'indipendenza delle agenzie di rating del credito dovrebbero essere salvaguardate garantendo che i conflitti di interesse siano evitati o siano trattati adeguatamente nell'ambito di un quadro di regolamentazione trasparente». Il testo del *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito* approvato dal Parlamento europeo in data 23 aprile 2009 è reperibile su *www.europarl.europa.eu*. Il Regolamento è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea in data 17 novembre 2009 ed, eccezion fatta per talune disposizioni, è entrato in vigore il ventesimo giorno successivo alla predetta pubblicazione in Gazzetta (si veda l'art. 41 del Regolamento).

¹²⁰ In linea di principio il Regolamento stabilisce le condizioni per l'emissione dei *rating* e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e all'esercizio delle attività delle società di *rating* al fine di promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse. L'impalcatura regolamentare comune è strumentale al miglioramento dell'integrità, della trasparenza, della responsabilità, della buona *governance* e dell'affidabilità delle attività di *rating*. Ciò consente un incremento della qualità dei *rating*, un miglior funzionamento del mercato interno e, in ultima analisi, un grado elevato di protezione degli investitori. Un primo commento al nuovo Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* è offerto, nella letteratura italiana, da PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713 ss., la quale al riguardo osserva come, in termini generali, «l'interesse del legislatore comunitario tenda a concentrarsi sulla struttura organizzativa e sulle modalità operative delle agenzie di rating, in una visione attenta a salvaguardare la fiducia dei partecipanti al mercato, vista alla stregua di un "bene pubblico", e, in definitiva, come una componente essenziale della stabilità finanziaria».

luglio 2009 per stabilire le cause della crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007¹²¹.

Il lavoro della Commissione si è concluso con la pubblicazione di ben tre rapporti. Ma soltanto la seconda relazione c.d. di minoranza cerca di identificare seriamente le cause della crisi che vengono riassunte in sette punti: 1) le politiche del governo Usa di agevolazioni all'acquisto di abitazioni; 2) i bassi tassi di interesse causati dall'afflusso di capitali esteri; 3) la deregolamentazione alla quale ha corrisposto 4) un enorme sviluppo del sistema creditizio parallelo; 5) il fallimento dei controlli interni nelle banche e nelle

¹²¹ Reperibile in <http://fcic.law.stanford.edu/report>. La sola lettura della premessa da l'idea dell'immane sforzo compiuto dai membri della Commissione d'inchiesta: *"The Financial Crisis Inquiry Commission was created to "examine the causes of the current financial and economic crisis in the United States." In this report, the Commission presents to the President, the Congress, and the American people the results of its examination and its conclusions as to the causes of the crisis. More than two years after the worst of the financial crisis, our economy, as well as communities and families across the country, continues to experience the aftershocks. Millions of Americans have lost their jobs and their homes, and the economy is still struggling to rebound. This report is intended to provide a historical accounting of what brought our financial system and economy to a precipice and to help policy makers and the public better understand how this calamity came to be. The Commission was established as part of the Fraud Enforcement and Recovery Act(Public Law) passed by Congress and signed by the President in May. This independent, -member panel was composed of private citizens with experience in areas such as housing, economics, finance, market regulation, banking, and consumer protection. Six members of the Commission were appointed by the Democratic leadership of Congress and four members by the Republican leadership. The Commission's statutory instructions set out specific topics for inquiry and called for the examination of the collapse of major financial institutions that failed or would have failed if not for exceptional assistance from the government. This report fulfills these mandates. In addition, the Commission was instructed to refer to the attorney general of the United States and any appropriate state attorney general any person that the Commission found may have violated the laws of the United States in relation to the crisis. Where the Commission found such potential violations, it referred those matters to the appropriate authorities. The Commission used the authority it was given to issue subpoenas to compel testimony and the production of documents, but in the vast majority of instances, companies and individuals voluntarily cooperated with this inquiry. In the course of its research and investigation, the Commission reviewed millions of pages of documents, interviewed more than witnesses, and held days of public hearings in New York, Washington, D.C., and communities across the country that were hard hit by the crisis. The Commission also drew from a large body of existing work about the crisis developed by congressional committees, government agencies, academics, journalists, legal investigators, and many others".*

società sul rischio; 6) i prodotti finanziari derivati; 7) il grande numero di mutui ottenuti fraudolentemente.

L'aspetto più interessante di questo c.d. rapporto di minoranza è l'analisi del ruolo del sistema creditizio basato sulla costituzione di titoli derivati scarsamente trasparenti e con eccessivo affidamento. La Commissione conclude, riconoscendo che questo sistema ha avuto un ruolo essenziale nella propagazione della crisi degli Usa al resto del mondo¹²².

Leggendo alcune pagine della relazione, si intuisce, sebbene il punto non emerga mai a chiare lettere, come attraverso l'uso dei derivati creditizi sia stato possibile, in nome del dogma dell'efficienza

¹²² A pagina XXV del rapporto nelle conclusioni si legge: “ ***We conclude over-the-counter derivatives contributed significantly to this crisis.*** The enactment of legislation in 2000 to ban the regulation by both the federal and state governments of over-the-counter (OTC) derivatives was a key turning point in the march toward the financial crisis. From financial firms to corporations, to farmers, and to investors, derivatives have been used to hedge against, or speculate on, changes in prices, rates, or indices or even on events such as the potential defaults on debts. Yet, without any oversight, OTC derivatives rapidly spiraled out of control and out of sight, growing to trillionin notional amount. This report explains the uncontrolled leverage; lack of transparency, capital, and collateral requirements; speculation; interconnections among firms; and concentrations of risk in this market.OTC derivatives contributed to the crisis in three significant ways. First, one type of derivative – credit default swaps (CDS) – fueled the mortgage securitization pipeline. CDS were sold to investors to protect against the default or decline in value of mortgage-related securities backed by risky loans. Companies sold protection – to the tune of billion, in AIG’s case – to investors in these newfangled mortgage securities, helping to launch and expand the market and, in turn, to further fuel the housing bubble. Second, CDS were essential to the creation of synthetic CDOs. These synthetic CDOs were merely bets on the performance of real mortgage-related securities. They amplified the losses from the collapse of the housing bubble by allowing multiple bets on the same securities and helped spread them throughout the financial system. Goldman Sachs alone packaged and sold billion in synthetic CDOs from July, to May. Synthetic CDOs created by Goldman referenced more than mortgage securities, and of them were referenced at least twice. This is apart from how many times these securities may have been referenced in synthetic CDOs created by other firms.Finally, when the housing bubble popped and crisis followed, derivatives were in the center of the storm. AIG, which had not been required to put aside capital reserves as a cushion for the protection it was selling, was bailed out when it could not meet its obligations. The government ultimately committed more than billion because of concerns that AIG’s collapse would trigger cascading losses throughout the global financial system. In addition, the existence of millions of derivatives contracts of all types between systemically important financial institutions – unseen and unknown in this unregulated market – added to uncertainty and escalated panic, helping to precipitate government assistance to those institutions”(<http://fcic.law.stanford.edu/report>).

dei mercati dei capitale, deviare al di fuori delle banche i rischi di credito che le stesse avrebbero dovuto assoggettare ai principi di *capital adequacy*¹²³ che invece sono stati disapplicati, creando così l'“illusione di una prosperità apparente”, per utilizzare le parole di un grande economista Galbraith¹²⁴.

¹²³A pagina 230 del rapporto nelle conclusioni, si legge: “**COMMISSION CONCLUSIONS ON CHAPTER 11** - The Commission concludes that the collapse of the housing bubble began the chain of events that led to the financial crisis. High leverage, inadequate capital, and short-term funding made many financial institutions extraordinarily vulnerable to the downturn in the market in The investment banks had leverage ratios, by one measure, of up to . This means that for every of assets, they held only of capital. Fannie Mae and Freddie Mac (the GSEs) had even greater leverage – with a combined to ratio. Leverage or capital inadequacy at many institutions was even greater than reported when one takes into account “window dressing,” off-balance-sheet exposures such as those of Citigroup, and derivatives positions such as those of AIG. The GSEs contributed to, but were not a primary cause of, the financial crisis. Their trillion mortgage exposure and market position were significant, and they were without question dramatic failures. They participated in the expansion of risky mortgage lending and declining mortgage standards, adding significant demand for less-than-prime loans. However, they followed, rather than led, the Wall Street firms. The delinquency rates on the loans that they purchased or guaranteed were significantly lower than those purchased and securitized by other financial institutions. The Community Reinvestment Act (CRA) – which requires regulated banks and thrifts to lend, invest, and provide services consistent with safety and soundness to the areas where they take deposits – was not a significant factor in subprime lending. However, community lending commitments not required by the CRA were clearly used by lending institutions for public relations purposes” (<http://fcic.law.stanford.edu/report>).

¹²⁴ GALBRAITH, *L'economia della truffa*, Milano, 2004, 30 ss. Sull'argomento ci pare interessante richiamare il discorso di VEGAS, PRESIDENTE DELLA CONSOB, tenuto in occasione di *lectio magistralis* sulla “LA CRISI E IL FUTURO DEL MERCATO DEI CAPITALI” presso l'Università di Roma La Sapienza dal Presidente della Consob, il 18 maggio 2011 reperibile in www.consob.it, il quale ricostruisce in questi termini, la recente crisi finanziaria: “L'analisi della crisi ha fatto emergere diversi profili di criticità. Il modello di intermediazione finanziaria cosiddetto originate to distribute (OTD), pur allentando i vincoli di accesso al credito delle famiglie, ha stimolato comportamenti di deresponsabilizzazione e short-termism negli attori coinvolti. La possibilità di trasferire i rischi dei finanziamenti erogati ha, infatti, ridotto gli incentivi degli intermediari bancari a monitorare le capacità di rimborso dei debitori, comportando un sensibile abbassamento degli standard di valutazione della qualità del credito. Le operazioni di cartolarizzazione che hanno permesso il trasferimento del rischio hanno generato prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e scambiati prevalentemente over the counter, ossia in mercati secondari connotati da scarsa liquidità e non in grado di esprimere prezzi significativi. In assenza di prezzi sui mercati secondari, il valore di iscrizione in bilancio di tali prodotti è stato determinato “a modello”, risultando di conseguenza molto volatile in quanto sensibile alle ipotesi e alle variazioni dei parametri alla base del modello stesso. A fronte dell'opacità dei prodotti e del conseguente proliferare di condizioni di incertezza informativa sulla valutazione degli stessi, il giudizio delle agenzie di rating ha inoltre assunto per gli investitori un'importanza crescente, fino a diventare eccessiva; i rating dei prodotti strutturati, tuttavia, risultano meno stabili di quelli relativi a un titolo obbligazionario in quanto, oltre a esprimere il giudizio delle agenzie sul merito di credito, riflettono anche il modello probabilistico (e dunque le ipotesi ad esso sottostanti e le serie di dati storici utilizzati) di valutazione dei flussi di cassa futuri dei prodotti strutturati e le ipotesi relative sia ai possibili scenari di mercato che alle correlazioni tra le probabilità di insolvenza relative alle attività sottostanti. Le operazioni di trasferimento del

5. -Sostenibilità del debito sovrano e titoli derivati: qualche breve riflessione

A seguito della crisi finanziaria mondiale molti Paesi hanno varato eccezionali misure di salvataggio delle banche e piani di risanamento e rilancio dell'economia, finendo per esporre i debiti sovrani di molti Stati ad un rischio di default¹²⁵.

La crisi del debito sovrano si manifesta quando a seguito di una decisione presa dal governo di una nazione in crisi il pagamento degli interessi sul debito estero o il rimborso del valore del principale debito estero stesso (in capo al settore pubblico) viene sospeso (*debt*

rischio hanno creato incertezza circa l'effettiva distribuzione del rischio stesso tra gli operatori finanziari. La crisi dei mutui subprime ha, infatti, evidenziato che la vulnerabilità delle banche alle insolvenze dei prenditori di fondi non viene eliminata o attenuata dalla cartolarizzazione degli attivi rischiosi. Al contrario, il rischio ritorna alle banche, attraverso svariati canali di trasmissione: tra questi, la concessione di linee di liquidità o la prestazione di garanzie alle società veicolo, altre esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, gli hedge fund), il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento o trading"

¹²⁵ CHITI, *Le risposte alla crisi della finanza pubblica e il riequilibrio dei poteri nell'Unione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2011, 3, 311, l'A. osserva come "la **crisi** finanziaria ha innescato, in Europa, una impressionante varietà di processi istituzionali. Gli Stati hanno adottato non solo misure eccezionali di salvataggio e di sostegno delle banche, ma anche articolati piani di rilancio dell'economia. Sono stati chiamati, individualmente e nel contesto dell'Unione, ad una profonda revisione della regolazione e della vigilanza finanziaria. Si sono trovati a fronteggiare il rischio di insolvenza del proprio **debito sovrano**, che hanno tentato di gestire attraverso radicali misure di riequilibrio dei conti nazionali e chiamando in causa l'organismo macroregionale di appartenenza. L'intreccio tra questi processi è complesso. Come è stato osservato, gli Stati si sono dapprima eretti a "salvatori" del sistema economico-finanziario con una serie di interventi emergenziali, coordinati a livello europeo, volti alla salvaguardia della stabilità dei mercati ed al contenimento degli effetti economici e sociali della **crisi**. Hanno quindi avviato, nel contesto di tali interventi, ma con tempi più lunghi e al di fuori di una logica strettamente emergenziale, la riforma degli aspetti istituzionali e sostanziali della regolazione e della vigilanza, esemplificata dalla nuova architettura istituzionale della vigilanza finanziaria europea. Il salvataggio intrapreso dagli Stati, però, ha aumentato la loro stessa esposizione debitoria, innestando sulla **crisi** della finanza privata l'ulteriore **crisi** della finanza pubblica. Di qui la messa a punto, in molti paesi, di una notevole varietà di misure complessivamente volte al risparmio della spesa. E l'intervento diretto dell'Unione, chiamata, a partire dalla primavera del 2010, a governare l'emergenza della finanza pubblica di alcuni suoi Stati membri tanto per "salvare il salvatore" quanto per preservare le proprie capacità di crescita. L'intervento dell'Unione per la gestione della **crisi** della finanza pubblica dell'area europea è particolarmente significativo. Di esso colpiscono almeno quattro aspetti, di seguito rapidamente illustrati"; NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e le misure di "riduzione dello Stato"* in *Giornale di diritto amministrativo*, 2010, 1303; NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, op.cit., in *Giornale di diritto amministrativo* 2008, 11, 1083 ss.

default) oppure viene onorato solo grazie all'erogazione di un prestito concesso da un'istituzione Finanziaria Internazionale (come il FMI) che consente la modificazione del profilo dei pagamenti definito nel contratto di debito (*debt restructuring*)¹²⁶.

¹²⁶ La crisi di sovraccumulazione di capitale e merci, manifestatasi nel 2008 come crisi finanziaria, ha ben presto cambiato faccia presentandosi nella forma di crisi del debito statale, in altre parole una crescita incontrollata del debito e del deficit pubblico; questo perché, ciascuno Stato, ha dovuto correre al salvataggio d'impresе e banche. Negli ultimi decenni, a parte le normali funzioni di finanziamento della "cosa pubblica", il debito sovrano ha dovuto provvedere ai guasti che la progressiva diminuzione dei saggi del profitto ha procurato al mondo imprenditoriale, sia privato sia della sfera pubblica. Quando poi le crisi si sono espresse nel settore finanziario, il debito pubblico si è dovuto accollare anche il risanamento delle banche e degli istituti di credito direttamente interessati alla crisi, in una sorta di statalizzazione della finanza. Orbene, le crisi del debito sovrano derivano principalmente da due fonti interne: 1. Una persistente politica fiscale fortemente espansiva, vale a dire l'accumulazione di continui disavanzi di bilancio e, di conseguenza, un aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL; 2. Crisi bancarie, che fanno aumentare il debito pubblico a causa dei costi del salvataggio delle banche e più importante- della recessione che fa seguito alla crisi. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Milano, Cedam, 2011, 258 ss. Sulla nozione di debito sovrano cfr. amplius MEGLIANI, *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, Giuffrè, 2009 4 ss; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op. cit., Roma, 2009, 12 ss. Sull'argomento v. BORRELLO, *Decreto mille proroghe*, in *Giornale di dir. amm.*, 2011, 8, 829. L'A. osserva che " lo scoppio della crisi finanziaria internazionale ha posto in evidenza come la forte crescita economica degli anni precedenti, contraddistinta, tra l'altro, da livelli di inflazione, tassi di interesse e premi per il rischio eccezionalmente bassi, traesse origine non già da andamenti fisiologici, ma da una serie di fattori distorsivi concomitanti, verificatisi sia nel settore pubblico sia in quello privato, tra i quali il notevole accumulo di rischi sistemici, l'ampliamento degli squilibri economici e finanziari in vari paesi del mondo e l'eccessivo ricorso alla leva finanziaria da parte degli operatori di mercato. La natura variegata dei fattori scatenanti spiega come mai la crisi finanziaria si sia presto tramutata in una crisi del debito sovrano, coinvolgendo interi Stati e ponendo seri problemi anche per la politica monetaria e fiscale. Ne sono derivate, nelle principali sedi mondiali di governo dell'economia, molteplici iniziative volte a ristabilire la solidità del sistema finanziario e monetario internazionale e a riequilibrare la crescita economica. Il ruolo del Fondo monetario internazionale è stato al centro del dibattito: pur riconoscendone il contributo fondamentale nella promozione della stabilità finanziaria globale e nella prevenzione delle crisi, si è dubitato che il Fondo avesse risorse e strumenti adeguati per sostenere i paesi in difficoltà finanziarie. Di conseguenza, il G20 ha avviato un processo di riforma del Fondo, che ha preso inizio in occasione del vertice di Londra dell'aprile 2009, con la decisione di triplicarne le risorse e di accrescere la liquidità internazionale a disposizione dei paesi emergenti, attraverso l'aumento delle riserve. Successivamente, nel settembre 2009, in occasione del vertice di Pittsburgh, i Capi di Stato e di Governo del G20 hanno stabilito le linee fondamentali per la riforma delle quote, della struttura di governo, del mandato e degli strumenti del Fondo"; BORDONI, *Default nel debito pubblico ed immunità dello Stato estero dalla giurisdizione civile*, in *Riv. Dir. intern.* 2006, 04, 1031. Vedasi anche Relazione annuale 2011 della Consob pg 25 ss, in www.consob.it

¹²⁷ VITERBO-CISOTTA, *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione europea*, in *Dir. Un. Eur.* 2010, 04, 961. L'A. osserva come "la crisi greca ha messo in evidenza come l'UEM confidando nel successo delle sue politiche, nell'efficacia del processo di convergenza preliminare all'adozione dell'euro e nelle verifiche sullo stato delle finanze pubbliche previste dal Patto di stabilità e crescita non si fosse mai dotata di strumenti di crisis management per far fronte a shock o attacchi speculativi asimmetrici riguardanti i paesi appartenenti alla zona

La recente crisi del debito sovrano del Governo greco ha innescato una nuova e più grave fase di turbolenza dei mercati, ponendo all'attenzione delle autorità di vigilanza e dei Governi il ruolo dei contratti di *Credit default swap* (CDS) sui titoli di Stato¹²⁷.

Il timore maggiore è che l'operatività di natura speculativa di tali strumenti possa amplificare le tensioni sui mercati obbligazionari, generando effetti destabilizzanti e aumentando i rischi sul regolare funzionamento del mercato dei titoli di Stato¹²⁸.

euro. L'eccezionale livello di indebitamento raggiunto dalla Grecia nel corso del 2009 ha inoltre aperto il dibattito sul come realizzare un intervento coordinato a suo sostegno, nel rispetto delle disposizioni del Trattato ed evitando per il futuro l'innescarsi di fenomeni di *moral hazard*"; XENOU, *Le misure della Grecia contro la crisi: un ventaglio di opportunità per le riforme fondamentali*, in *Giornale di dir. amministrativo*, 2010, 1304 ss, in cui l'A. compie una lucida ricostruzione della causa alla base della crisi e delle misure adottate dallo Stato Greco e rivela ben presto meri palliativi. TOSATO, *Il salvataggio della Grecia rispetta i Trattati?*, in www.affarinternazionali.it, pubblicato il 21 maggio 2010, l'A. si chiede se il salvataggio dello Stato greco non integri una violazione del trattato di Maastricht, secondo l'A. "la pretesa violazione troverebbe base nell'art. 125 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (Tfue), la nota clausola del no bail-out. Secondo la tesi in esame questa clausola metterebbe al bando ogni misura di salvataggio di uno Stato membro in crisi; non solo la diretta assunzione di debiti sovrani da parte dell'Unione o di altri Stati membri, ma anche qualsiasi sostegno finanziario sotto forma di prestiti, garanzie, linee di credito, acquisto di titoli pubblici o accettazione degli stessi in garanzia. In caso diverso verrebbe meno uno dei capisaldi dell'unione monetaria, così come disegnata a Maastricht; l'obbligo, cioè, di mantenere i conti pubblici in ordine e l'esclusiva responsabilità dello Stato inadempiente nel caso in cui questo non si verifichi. e l'esclusiva responsabilità dello Stato inadempiente nel caso in cui questo non si verifichi". Contro una interpretazione troppo estensiva dell'art 125 del Trattato, l'A. osserva che "resta l'obiezione delle finalità dell'art. 125, che sarebbero eluse dall'interpretazione proposta. Assunzione del debito e altre forme di sostegno finanziario, anche se non coincidenti, approderebbero – si osserva – allo stesso risultato: quello di assolvere lo Stato inadempiente dalle sue responsabilità, oltre a premiare operatori avventati o deliberatamente senza scrupoli. È il tema dell'azzardo morale che rimarrebbe impunito e dunque incentivato. L'argomento è serio ma non giustifica la conseguenza che se ne vuole trarre. Esige che eventuali misure di aiuto siano attuate in modo appropriato, non che siano precluse in blocco. Il che è certamente possibile oltre che doveroso". Su tutte le azioni intraprese dalla Commissione europea nei confronti dello Stato Greco può essere utile consultare *European Commission, Commission Assesses Stability Programme of Greece; Makes Recommendations to Correct The Excessive Budget Deficit, Improve Competitiveness Through Structural Reforms and Provide Reliable Statistics*, Press Release, IP/10/116, 3 February 2010, disponibile on-line: http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/sgp/2010_02_03_sgp_en.htm. Si veda BUFACCHI, *La cura contro la doppia crisi di banche e Stati*, in *Il Sole 24 Ore* del 18.5.2012, pg.4;

¹²⁸ Vedasi ancora Relazione annuale 2011 della Consob pg 25 ss, in www.consob.it/documenti Nonché l'Audizione del 2 febbraio 2012 del presidente della Consob Vegas dinanzi al Senato della Repubblica Commissione finanza e Tesoro "INDAGINE CONOSCITIVA SUI RAPPORTI TRA BANCHE E IMPRESE CON

In base alle attuali regole è possibile sottoscrivere un *Credit default swap* (Cds) su un titolo di debito senza avere la disponibilità del titolo sottostante. In pratica, è consentita la sottoscrizione dei derivati anche a coloro i quali intendono “scommettere” sul default di un emittente, mettendo in atto strategie di tipo speculative¹²⁹.

PARTICOLARE RIFERIMENTO AGLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO”; VEGAS, *La crisi e il futuro del mercato dei capitali*, in *Lectio magistralis*, 18 maggio 2011, Università di Roma La Sapienza, in www.consob.it/documenti, in cui il Presidente della Consob, a proposito della crisi del debito sovrano di alcuni Stati europei, osserva “Uno dei rischi principali per la stabilità complessiva del sistema finanziario e per la solidità della ripresa economica è costituito dal rischio di default o dalla richiesta di ristrutturazione del debito sovrano di paesi periferici dell’area euro, che implicherebbe per i creditori privati un allungamento delle scadenze o l’accettazione di riduzioni del capitale (cosiddetti haircut). Tale evento potrebbe avere ripercussioni molto rilevanti, per i rischi di contagio sul debito di altri paesi, per l’impatto sui sistemi bancari e sulla ricchezza delle famiglie (che ormai hanno portafogli diversificati a livello geografico), per la crisi di fiducia che si innescherebbe e che finirebbe per avere gli stessi effetti depressivi sul sistema finanziario e sull’attività produttiva sperimentati dopo il default Lehman. C’è dunque un rischio sistemico legato al fatto che i paesi periferici sono too interconnected to fail, più che too big to fail, senza contare gli effetti in termini di crisi di fiducia e rischio di contagio. Nessun paese è rimasto al riparo dalle ansie dei mercati. Ma non tutti i paesi sono vulnerabili allo stesso modo. Chi ha il debito complessivo più elevato, sia pubblico che privato, e la crescita economica più bassa, risulta più esposto di altri. Le tensioni si sono riflesse anche nel mercato dei titoli di stato, dove è ricomparso il fenomeno della fuga verso la qualità. Il differenziale dei rendimenti fra titoli dei diversi Stati sovrani all’interno dell’Eurozona è cresciuto, raggiungendo per alcuni paesi livelli di guardia”; GUERRIERI L’Ue e la crisi finanziaria, in www.affariinternazionali.it del 16.2.2010, l’A. osserva che “molti e univoci i segnali di allarme che si sono levati dai mercati finanziari in queste ultime settimane. Forti aumenti dei differenziali d’interesse pagati sul debito delle economie europee in difficoltà (Grecia, Spagna, Portogallo) rispetto ai titoli tedeschi: fino a 360 punti base per la Grecia lo scorso mese. Incrementi altrettanto forti dei premi per assicurarsi contro l’insolvenza di questi stati, gli spread dei Credit Default Swap (Cds), che, sempre nel caso della Grecia, sono saliti a febbraio al valore record di 422 punti base (si dovevano pagare 422 mila dollari per assicurare 10 milioni di dollari di titoli annuali greci); pesanti diminuzioni sui mercati azionari del valore dei titoli delle banche più esposte nei confronti dei governi dei paesi in difficoltà; infine indebolimento dell’euro rispetto al dollaro di oltre il 5 per cento rispetto all’inizio di gennaio. Sono tutti andamenti che segnalano non soltanto il netto calo di fiducia degli investitori nei confronti delle economie periferiche dell’area dell’euro; ma anche una crescente inquietudine sulla tenuta dell’intera area. È come se all’improvviso un numero crescente di investitori abbia cominciato a scommettere sugli effetti di contagio di un’eventuale crisi di insolvenza di un paese membro ritenendoli così estesi e profondi da poter portare addirittura al collasso l’intera costruzione monetaria europea”.

¹²⁹ Giova rammentare che il *default* di debito sovrano è l’inadempimento da parte dello Stato degli obblighi assunti con l’emissione di un titolo obbligazionario nei confronti degli investitori (Stati, banche, privati). Tale fenomeno si è verificato ciclicamente nella storia, spesso durante le gravi recessioni, in forme e dimensioni diverse. Il *default* può consistere, come per il debito russo nel 1917 e per quello cubano nel 1961, nel disconoscimento del carattere obbligatorio del debito (ripudio) ovvero nel differimento dei pagamenti. Spesso (come nella crisi argentina del 2002) il *default* è la conseguenza di una dichiarazione statale di sospensione dei pagamenti (moratoria) alla quale segue la modifica degli originari termini e condizioni di pagamento (ristrutturazione del debito) oppure è l’effetto dell’adozione di provvedimenti statali di natura valutaria (la svalutazione della moneta o

L'acquisto del CDS spinge al rialzo il prezzo del derivato. Il prezzo, nell'assumere un trend crescente, trasmette agli operatori finanziari il messaggio di un aumento della probabilità di default dell'emittente del titolo a cui il CDS si riferisce. Quindi, è come se all'improvviso un numero crescente di investitori cominci a scommettere sull'insolvenza dell'emittente, con conseguente crisi di fiducia degli altri paesi nella effettiva capacità dell'emittente di uscire dalla crisi, finendo per aggravare la sua situazione.

Negli ultimi anni, il mercato dei CDS su emittenti sovrani ha registrato un forte tasso di crescita. Per avere un'idea della importanza e della diffusione di questa tipologia di strumenti, basta rilevare che nel 2010 lo Stato italiano risultava essere il primo *reference entity* utilizzato nei contratti dei CDS su emittenti sovrani¹³⁰.

Nel 2010 i CDS riferiti ai titoli di Stato italiano ammontavano a circa 250 miliardi di dollari, valore che, secondo il rapporto sulla Stabilità finanziaria redatto dalla Banca d'Italia rappresenta il massimo a livello globale (cioè all'interno di tutto il mercato mondiale dei Credit Default Swap) su CDS riferiti ad un singolo emittente¹³¹.

il divieto di conversione). Vedasi ancora Relazione annuale 2011 della Consob pg 30 ss, in www.consob.it/documenti

¹³⁰ AMADEI, DI ROCCO, GENTILE, GRASSO, SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario, op cit.*, in *Discussions Papers n.1/2011- Consob* (www.consob.it); Relazione per l'anno 2010, pg. 114 ss in www.consob.it; Rapporto sulla stabilità finanziaria a cura della Banca d'Italia del 2 novembre 2011, in www.bancaditalia.it/pubblicazioni.

¹³¹ Fonte: Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1 - dicembre 2010 - Banca d'Italia. Dati della *Depository TRUST & Clearing Corporation (DTCC)*. Vedasi Rapporto sulla stabilità finanziaria a cura della Banca d'Italia del 2 novembre 2011, in www.bancaditalia.it/pubblicazioni da cui si apprende che Alla fine di settembre del 2011 il valore nozionale lordo dei CDS su titoli emessi da residenti italiani era superiore a 710 miliardi di dollari. Quelli relativi a titoli di Stato ammontavano a 310 miliardi; le vendite (offerte di protezione) facevano capo per oltre tre quarti a operatori non appartenenti

Lo spettro del *default* del debito del governo greco ha indotto nel 2010, le autorità di regolamentazione di diversi stati membri della Ue ad adottare delle restrizioni temporanee o definitive a livello nazionale in merito alle vendite allo scoperto di Credit Default Swap¹³².

Nel maggio del 2010, la Germania, unico paese fra i 27 membri dell'Unione Europea, ha introdotto il divieto dei cosiddetti Cds "nudi" (ossia il divieto di acquistare protezione contro l'insolvenza senza possedere titoli da coprire) relativamente a tutti i titoli di Stato denominati in euro negoziati in mercati regolamentati tedeschi¹³³.

all'area dell'euro, per la maggior parte statunitensi; circa l'80 per cento era riconducibile a dieci operatori. I dati sulle esposizioni nette (vendite meno acquisti di CDS) indicano che gli intermediari statunitensi risultano nel loro complesso acquirenti netti di protezione, mentre gli operatori di Germania e Regno Unito sono i maggiori venditori netti. Alla fine di settembre il rapporto tra il valore dei CDS sui titoli pubblici italiani e quello dei titoli consegnabili era pari al 14 per cento, inferiore alla media dei paesi europei (16 per cento). Il rapporto risulta correlato positivamente con il rischio di credito dell'emittente percepito dagli investitori (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2010). Finora, l'unico caso di *default* di uno Stato sovrano che ha dato luogo ad un *credit event* si è avuto nel 2008, quando l'Ecuador si rifiutò di pagare 31 milioni di dollari di cedole sulle obbligazioni in scadenza. In quella occasione, la *International Swaps and Derivatives Association, Inc.* (ISDA) applicò per la prima volta il protocollo introdotto nel 2003 per la liquidazione dei CDS emessi su titoli di uno Stato insolvente.

¹³² Vedasi Comunicazione della Commissione Europea del 2 giugno 2010 al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e alla Banca Centrale Europea, COM(2010) 301 definitivo in <http://eu.gov.com>. V. anche discorso del Presidente della Consob VEGAS, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 14 maggio 2012, in www.consob.it/pubblicazioni.

¹³³ AMADEI, DI ROCCO, GENTILE, GRASSO, SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, op cit., in *Discussions Papers* n.1/2011- Consob (www.consob.it). Si legga proposta Regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai *credit default swap* 2010/0251 (COD) in <http://eur-lex.europa.eu>, in cui si legge "l'attuale approccio frammentato alla regolamentazione delle vendite allo scoperto e dei *credit default swap* limita l'efficienza dell'attività di vigilanza e delle misure imposte e porta al cosiddetto arbitraggio normativo. Tale situazione può inoltre creare confusione sui mercati e comportare costi e difficoltà per i partecipanti al mercato. La maggior parte degli studi ritiene che le vendite allo scoperto contribuiscano a rendere i mercati più efficienti. Esse contribuiscono alla liquidità del mercato (in quanto il venditore vende dei titoli e successivamente acquista dei titoli identici per coprire la vendita allo scoperto). Inoltre, consentendo agli investitori di agire quando ritengono che un titolo sia sopravvalutato, esse portano ad un sistema di prezzatura dei titoli più efficiente, contribuiscono a ridurre le bolle dei prezzi e possono fungere da indicatore tempestivo di eventuali problemi sottostanti relativi ad un emittente. Sono inoltre uno strumento importante utilizzato per lo *hedging* e altre attività di

Sulla spinta dell'esempio tedesco, recentemente è stata sottoposta al Parlamento Europeo una proposta di regolamentazione che prevede forti limitazioni sulle vendite allo scoperto e soprattutto sulle transazioni di Credit Default Swap sul debito sovrano. Si è previsto che in caso di sviluppi negativi che potrebbero costituire una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato in uno Stato membro o nell'Unione Europea, le autorità competenti debbano disporre di poteri temporanei per esigere maggiore trasparenza¹³⁴.

Tuttavia, le difficoltà maggiori riguardano l'armonizzazione di tali poteri, delle condizioni e delle procedure per l'utilizzo degli stessi che attualmente variano di gran lunga da uno Stato membro all'altro.

Va, tuttavia, rilevato che di fronte a crisi più o meno gravi, in passato l'Unione Europea ha dato prova di scarsa armonizzazione e coesione interna.

Nel Documento di accompagnamento alla Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai Credit Default Swap si legge “ ... *Si può ritenere che le vendite allo scoperto comportino una serie di potenziali rischi.*

gestione del rischio e il market making. In alcune situazioni però si può ritenere che le vendite allo scoperto comportino una serie di potenziali rischi. Ad esempio, in condizioni estreme di mercato vi è il rischio che la vendita allo scoperto possa provocare una eccessiva spirale al ribasso dei prezzi che porti ad un mercato disordinato e ad eventuali rischi sistemici. Inoltre, nel caso di insufficiente trasparenza in merito a posizioni corte, le autorità di regolamentazione potrebbero non essere in grado di monitorarne le implicazioni sul corretto funzionamento del mercato o di monitorarne l'utilizzo in relazione a scorrette strategie di mercato. Inoltre, la mancanza di trasparenza può portare ad asimmetrie informative se gli altri partecipanti al mercato non sono adeguatamente informati in merito alla misura in cui le vendite allo scoperto stanno influenzando i prezzi. Nel caso di vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita vi può essere inoltre un maggiore rischio di volatilità o di mancato regolamento.

¹³⁴ Per la lettura dell'intero testo si rimanda al sito istituzionale <http://eur-lex.europa.eu>,

Ad esempio, in condizioni estreme di mercato vi è il rischio che la vendita allo scoperto possa provocare una eccessiva spirale al ribasso dei prezzi che porti ad un mercato disordinato e ad eventuali rischi sistemici. Inoltre, nel caso di insufficiente trasparenza in merito a posizioni corte, le autorità di regolamentazione potrebbero non essere in grado di monitorarne le implicazioni sul corretto funzionamento del mercato o di monitorarne l'utilizzo in relazione a scorrette strategie di mercato. Inoltre, la mancanza di trasparenza può portare ad asimmetrie informative se gli altri partecipanti al mercato non sono adeguatamente informati in merito alla misura in cui le vendite allo scoperto stanno influenzando i prezzi. Nel caso di vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita vi può essere inoltre un maggiore rischio di volatilità o di mancato regolamento”¹³⁵.

Il testo discusso ed approvato dal Parlamento Europeo ha introdotto il divieto di scambiare Credit Default Swap senza possedere il sottostante.

Il predetto Regolamento (n. 236/0/2012) è stato recentemente approvato anche dal Consiglio d'Europa in data 14 marzo 2012 e pubblicato nella **Gazzetta Ufficiale Europea** del 24 marzo 2012¹³⁶, tuttavia, alla luce delle misure già adottate dai diversi Stati Membri e della necessità dell'approvazione di atti delegati e standard tecnici per l'applicazione del nuovo regime, è stato previsto un periodo transitorio per l'entrata in vigore di tali regole.

¹³⁵http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/resume_impact_a_ssesment_it.pdf

¹³⁶ Vedi il testo in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ>.

Dal 1 novembre 2012, è entrato in vigore il citato Regolamento UE n.236/0/2012, in base al quale è vietato comprare contratti di assicurazione sul debito di un Paese senza averne i relativi titoli in portafoglio, o senza possedere almeno partecipazioni in settori "fortemente dipendenti dall'andamento dei titoli", come quello bancario¹³⁷.

In ogni caso, giova osservare che, allo stato attuale, secondo una parte della dottrina economica¹³⁸ non vi sono chiare evidenze circa il fatto che la speculazione tramite Credit Default Swap possa avere avuto effetti destabilizzanti sulle quotazioni dei titoli di Stato, né che sia possibile manipolare il prezzo dei Credit Default Swap per generare segnali informativi distorsivi sul merito di credito degli emittenti sovrani.

¹³⁷ Il nuovo Regolamento UE 236/2012 entrato in vigore il 1 novembre 2012 riguarda le vendite allo scoperto, nonché taluni aspetti dei credit default swaps (CDS). Ecco le principali novità introdotte dal Regolamento: (a) l'obbligo di segnalazione alle autorità competenti delle posizioni nette corte individuali su azioni ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione dell'Unione Europea quando la posizione ribassista è pari o superiore allo 0,2% del capitale sociale dell'emittente (art. 5); (b) l'obbligo di comunicazione al pubblico delle posizioni nette corte individuali su azioni, come sopra definite, quando la posizione ribassista è pari o superiore allo 0,5% del capitale sociale (art. 6); (c) l'obbligo di segnalazione alle autorità competenti delle posizioni nette corte individuali su titoli di Stato di un Paese UE, nella cui definizione sono inclusi anche altri emittenti pubblici assimilabili – ad esempio, titoli emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti – quando la posizione ribassista è pari o superiore a determinate soglie (art. 7); (d) il divieto di effettuare vendite allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli sulle predette azioni e titoli di Stato (cd. divieto di “naked short selling”), nonché il divieto di assumere posizioni speculative su credit default swap (cds) su emittenti sovrani (artt. 12, 13, 14); (e) l'esenzione dalle predette regole per le attività svolte dai market maker – sia per le azioni che per i titoli di Stato e i cds sovrani – e dai primary dealer – limitatamente ai titoli di Stato e cds sovrani (art. 17), purché i soggetti che intendono beneficiare di tale esenzione notifichino l'utilizzo della stessa con almeno 30 giorni di anticipo (la notifica va effettuata all'autorità competente dello Stato membro d'origine per i market maker e a quella dell'emittente sovrano per i primary dealer).

¹³⁸ STULZ, *Credit default swaps and the credit crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2010; ASHCRAFT E SANTOS, *Has the CDS market lowered the cost of corporate debt?* in *Journal of Monetary Economics*, 2009.

CAPITOLO SECONDO

L'evoluzione della disciplina degli strumenti finanziari derivati sottoscritti dagli Enti Locali

1.-L'utilizzo degli strumenti derivati negli Enti Locali: il quadro normativo tra Patto di stabilità interno e legge finanziaria

Il clima di incertezza, la rinnovata spinta inflazionistica, l'integrazione e la globalizzazione dei mercati hanno accresciuto l'attenzione nei confronti del rischio rappresentato dalle variazioni dei tassi di interessi e degli effetti che queste producono sugli oneri per la remunerazione del debito degli enti locali¹³⁹.

Il progressivo riconoscimento in capo agli enti locali di una perfetta autonomia finanziaria iniziata nel 1994 con l'eliminazione del regime di monopolio della Cassa depositi e prestiti nell'erogazione del credito ha spinto gli enti locali a cercare nuove risorse per il finanziamento delle proprie spese di investimento¹⁴⁰.

¹³⁹ ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, in *Il diritto dell'economia*, 2011, fasc.1, 19 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 18; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 391 ss; ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *Azienditalia*, 2008, V, 5; PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2008, III, 95 ss.; COSSIGA, *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, in *Fin. loc.*, 2008, 127; SCIANDRA, *I derivati degli enti locali : una rassegna delle informazioni su dimensioni e criticità*, in *Riv. dir. fin.*, 2008, 415; SPECA, *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Rivista trib. locali*, 2006, IV, 359 ss.; SPECA, *Il processo di ristrutturazione del debito negli enti locali*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2005, 1 ss.

¹⁴⁰ Il regolamento di attuazione della l. n. 724 del 23.12.1994, che ha eliminato il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti, è stato seguito dal decreto del Ministero del Tesoro n. 420 del 5.7.1996 che ha, per la prima volta, fatto riferimento alla possibilità per un ente locale di fare

Contemporaneamente l'accentuato processo di decentramento delle funzioni amministrative (culminato con la riforma del Titolo V della Parte seconda della Costituzione ad opera della L. Cost. 18 ottobre 2001, n. 3) e le (non sempre coerenti ma comunque) contestuali dinamiche

ricorso a strumenti finanziari derivati: nell'ipotesi in cui fossero stati emessi prestiti obbligazionari in valuta e su mercato esteri da parte degli enti locali, questi avrebbero dovuto stipulare, per la copertura del rischio di cambio derivante dalla sottostante operazione di indebitamento in valuta, un contratto swap. La Cassa depositi e prestiti è una istituzione non recente, risale al 1863. Fu fondata sull'esempio dell'analoga Cassa francese. Due sono le finalità, entrambe istituite fin dall'inizio: la prima è quella della raccolta di depositi in denaro o titoli, ordinata dall'autorità giudiziaria o da quella amministrativa, comunque diretta al conseguimento di un determinato elemento, a un valore giuridico da conservare in una sede pubblica; la seconda finalità è invece caratterizzata da una funzione creditizia in senso stretto, come è la raccolta dei depositi volontari, la emissione dei titoli e l'impiego delle disponibilità presso il sistema degli enti locali secondo le norme di legge. Il secondo aspetto dell'attività creditizia è diventato di gran lunga il più importante, non solo a partire dalla legge Stammati ma già precedentemente al 1976. Infatti, la Cassa depositi e prestiti raccoglie risparmio posta le fin dal 1865 e praticamente fin da allora il suo ruolo di funzione creditizia è venuto maggiormente ad accentuarsi. La cassa DD.PP ha subito la trasformazione in S.p.a, ad opera del maxi-decreto collegato alla legge finanziaria per il 2004 (D.L.30.11.2003, n.269), con cui si è, tra l'altro, provveduto a distinguere l'attività da essa svolta in gestione ordinaria e gestione separata, disciplinata dalla Circolare della CDP S.p.a n.1255 del 7 gennaio 2005. Già la Corte dei Conti nel 2005, sottolineava che la *"difficile situazione"* ha indotto gli enti territoriali *"a ritagliarsi percorsi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti e far fronte ad una dilatazione della spesa rigida"* in Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in merito alla *"Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati"* condotta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, p. 25. Sul punto in dottrina, a mero titolo indicativo, cfr. AMOROSINO, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali (Relazione al Convegno organizzato dal dipartimento di diritto pubblico e studi sociali dell'Università di Cagliari sul tema: "Strumenti finanziari e risorse per le autonomie"*, Cagliari, 16-17 marzo 2007), in *Il Diritto dell'economia*, 2007, fasc. 2, 413 ss.; ATELLI, *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Il Sole 24 Ore Pirola, 2008; DENTE, *Il reperimento delle risorse mediante gli strumenti di finanza innovativa (seconda parte)*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 137 ss.; GIACOMINI, *I prodotti derivati negli enti locali*, in *Informator*, 2007, fasc. 1, 18 ss.; MAROTTA, *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: referti della corte dei conti*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 96 ss.; PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali, op.cit.*, in *La Finanza locale*, 2008 fasc. 3, 95 ss.; PETRONIO, *Opportunità e rischi connessi all'impiego di nuovi strumenti finanziari da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 4, 143 ss.; STROCCHIA, *Operazioni in derivati per la gestione del debito e normativa relativa*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2007, fasc. 11, 1198 e ss.

della finanza pubblica italiana hanno determinato un *trend* del debito degli enti territoriali fortemente crescente¹⁴¹.

Inoltre, sin dai primi anni 2000, l'ingresso dell'Italia nell'area della moneta unica ha comportato una riduzione significativa dei tassi di interesse di cui le amministrazioni locali per lo più indebitate a tasso fisso, non avrebbero potuto beneficiare se non attraverso una

¹⁴¹ Vedasi Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni, audizione del direttore generale della Consob Rosati dinanzi alla 6 Commissione Finanza e Tesoro del Senato del 18 marzo 2009 reperibile al sito www.consob.it/documenti/publicazioni. In questi termini si veda la "fotografia" efficacemente fornita dal Presidente della Corte dei conti, GIAMPAOLINO, nel *Saluto introduttivo* (p. 3) al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei **derivati** da parte degli **enti locali italiani**" (23 maggio 2011), reperibile *on line* al seguente indirizzo: <http://www.corteconti.it/export/sites/portalecdc/documenti/chisiamo/presidentegiampaolino/23maggio2011discorsopresidentegiampaolino.pdf>. Il 18 febbraio 2009 la Corte dei conti (Sezioni Riunite) ha presentato in un'apposita audizione dinanzi alla sesta Commissione (Finanze e Tesoro) del Senato i risultati di una *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*. È un documento molto significativo, che si può consultare liberamente, assieme alle varie relazioni predisposte dalle Sezioni Regionali di Controllo, al seguente indirizzo: <http://www.corteconti.it/controllo/finanzapubblica/cartolarizzazionifinanza/index.html>.

Sull'argomento cfr. CORTESE, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, in *Giornale di dir. amm.*, 2012, 4,394 ss, secondo l'A "nello svolgimento delle loro ordinarie competenze, gli enti locali sono vincolati al rispetto di vincoli di bilancio assai rigorosi, concepiti anche in ragione di noti e gradualisti processi di federalismo amministrativo, e della naturale necessità di contenimento della spesa che a ciò è conseguita: ciò non può che rappresentare un motivo importante e significativo (...) per l'accesso a forme di indebitamento finora mai sperimentate. Dall'altro lato, però, è altrettanto indiscutibile notare che il mercato dei derivati offre comunque un'attrattiva molto forte per gli amministratori direttamente eletti, specialmente con riguardo alle forme negoziali più dubbie e pericolose, ossia a quelle che assicurano un incasso immediato anche a fronte di un rischio molto elevato (che come tale potrà presentarsi solo in futuro e, se del caso, anche in capo ad una classe politica eventualmente diversa): essi hanno bisogno di materializzare con rapidità ed efficacia il debito politico che li ha condotti all'elezione e che li vincola in modo indissolubile con una maggioranza ben definita". Questa tendenza, naturalmente, può essere vieppiù rafforzata in periodi di complessiva crisi economica"; ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, op cit., in *Il diritto dell'economia*, 2011, fasc.1, 26 ss., l'A. osserva che "in passato le amministrazioni facevano fronte al proprio fabbisogno finanziario, mediate il ricorso alle regolazioni provenienti dalla cassa depositi e prestiti (CDP), attraverso l'apertura di mutui. Forse, anche in connessione al crescente decentramento governato dal principio di sussidiarietà verticale, costituzionalizzato dall'art. 118 cost., dopo la legge cost. 18 ottobre 2001, n.3, il debito degli enti locali, nell'ultimo decennio risulta essersi sensibilmente accresciuto in quasi tutte le aree del paese..per quanto consta, poi, anche l'utilizzo della finanza derivata è lievitato, soprattutto tra la fine del 2005 e la fine del 2007, con una flessione avviata solamente dal 2008.. Ed ancora, il fenomeno ricomprende, oltre a regioni province e comuni, università, aziende sanitarie (ASL), aziende ospedaliere e comunità montane".

rinegoziazione del debito, non sempre possibile e per giunta costosa, in alternativa alla quale il ricorso ai derivati ha rappresentato una conveniente soluzione¹⁴².

La rinegoziazione con la Cassa depositi e prestiti era diventata impossibile o molto onerosa, per cui molti enti locali, al fine di alleviare il peso degli interessi sui loro bilanci decidevano di ricorrere alla trasformazione del regime di tasso, utilizzando i derivati consentiti dalla legge (in particolare gli interest rate swap)¹⁴³.

Attraverso la ristrutturazione del debito, l'ente locale modifica le proprie posizioni debitorie e, tramite il cambiamento di alcune o di tutte le condizioni cui le stesse erano state contratte, riesce ad avvantaggiarsi delle particolari condizioni presenti sul mercato per raggiungere un beneficio economico che libera risorse in bilancio ed apporta liquidità aggiuntiva.

Secondo alcuni osservatori, l'esponenziale aumento dell'utilizzo degli strumenti di finanza derivata può essere imputato ad una

¹⁴² PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 2 ss., per l'A. "la attribuzione di maggior autonomia si è realizzata attraverso il riconoscimento di potestà decisionali indipendenti con riferimento ad importanti funzioni, lasciandosi allo Stato centrale la sola potestà di legiferare sui principi, con il risultato che i compiti oggi concretamente affidati agli enti locali sono aumentati in maniera quasi esponenziale. Come corollario di tale decentramento decisionale e di funzioni, si è riconosciuta agli enti esponenziali territoriali anche una maggiore autonomia finanziaria attraverso la possibilità di disporre di entrate proprie e di gestire le proprie finanze. La parte negativa di queste scelte federaliste, però, ha riguardato i trasferimenti finanziari dal governo centrale che sono stati drasticamente ridotti".

¹⁴³ ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, op. cit., in *Il diritto dell'economia*, 2011, fasc.1, 26 ss; POZZOLI *Assunzione di mutui e prestiti*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di ATELLI, Milano, 2008, p. XII; SPECA, *Il processo di ristrutturazione del debito negli enti locali*, op.cit., Napoli, 2005, 91 ss. Per approfondire il rapporto tra enti locali e Cassa DD.PP, si veda TALICE, *L'accesso al credito della Cassa depositi e prestiti da parte degli enti locali: con le istruzioni impartite dalla circolare n. 1207/1996*, Rimini, 1996, 317.

combinazione di fattori, comunitari e nazionali che, in estrema sintesi, possiamo così riassumere¹⁴⁴:

a) conferimento agli Enti Locali di una maggiore autonomia finanziaria e tributaria che ha implicato la progressiva riduzione del peso percentuale dei trasferimenti statali sulle entrate di parte corrente:

¹⁴⁴ V. Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, *Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco al Senato della Repubblica del 8 luglio 2009, Commissione Finanza e Tesoro. Sull'argomento v. amplius ANTONIOLI, Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale, op cit., in Il diritto dell'economia, 2011, fasc.1, 26 ss.; PARDI, Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile, op.cit., in Rivista Corte dei Conti, 6/2009, 2 ss. per il quale "negli ultimi due decenni l'adozione di nuove politiche finanziarie e l'attuazione di numerosi interventi legislativi e di riforma, tanto a livello comunitario che a livello nazionale, hanno determinato una situazione evidentemente critica con riferimento alle disponibilità finanziarie degli enti locali, soprattutto per quelli di minori dimensioni. A livello sovranazionale, il Trattato sull'Unione Europea firmato a Maastricht il 7 febbraio 1992, ha fissato come uno degli obiettivi fondamentali della nuova istituzione comunitaria (unione politica e non più, semplicemente, mercato comune) quello di realizzare la c.d. unione economica e monetaria. Coerentemente, il trattato istitutivo, con l'art. 104, impone agli Stati membri l'obbligo di evitare disavanzi pubblici eccessivi e ne stabilisce i parametri. In attuazione degli obblighi e dei vincoli imposti a livello costituzionale (comunitario), poi, il 15 giugno 1997 è stato adottato dal Consiglio di Amsterdam, il cosiddetto Patto di Stabilità e Crescita con il quale sono stati rafforzati i vincoli esterni alle politiche economiche nazionali, attraverso l'imposizione agli Stati membri dell'obbligo di raggiungere (nel medio e lungo periodo ed all'infuori di condizioni economiche recessive) una situazione di equilibrio di bilancio con un saldo prossimo al pareggio o addirittura positivo. In buona sostanza gli Stati membri hanno assunto l'impegno di procedere ad una progressiva riduzione dell'entità del disavanzo e del debito pubblico (considerato in percentuale sul prodotto interno lordo) per assicurare la sostenibilità della finanza pubblica e di non provocare distorsioni del mercato imputabili alla condotta dei pubblici poteri. Risulta, peraltro, evidente che, per il rispetto dei parametri e degli obblighi appena brevemente descritti, assume rilevanza non più, esclusivamente, il dato a livello centrale, bensì i dati aggregati riguardanti tutte le pubbliche amministrazioni (che insieme concorrono alla definizione del saldo di bilancio centrale): debbono conformarsi agli obblighi assunti non solo le amministrazioni centrali e periferiche dello Stato ma anche le autorità territoriali (per quanto ci riguarda Regioni ed enti locali), per quanto in sede comunitaria continui a rispondere solo lo Stato. Per soddisfare tale esigenza di coordinamento della finanza pubblica a livello nazionale, con la L. n. 448/1998 (Finanziaria 1999), all'art. 28, è stato adottato il cosiddetto Patto di stabilità interno (successivamente modificato ed integrato dalle leggi finanziarie degli anni successivi) con il quale sono state individuate le azioni attraverso cui perseguire, anche a livello di ordinamenti locali, gli obiettivi di riduzione del disavanzo e del debito pubblico"; NIGRO, Lo stato della finanza pubblica locale, in *Aziendaitalia*, 2010,1, 5; SPECA, Indebitamento e ristrutturazione del debito degli enti locali: spunti di riflessione alla luce della circolare del ministero dell'economia e delle finanze n. 8 del 17 febbraio 2006, in *www.giustamm.it*.*

riduzione non completamente compensata dall'incremento del gettito dei tributi locali¹⁴⁵;

b) potere concesso agli Enti Locali di concorrere, in virtù del patto interno di stabilità (introdotto nel nostro ordinamento dalla legge 448 del 23 dicembre 1998)¹⁴⁶, al rispetto dei parametri di Maastricht e, in particolare, riduzione e contenimento del loro indebitamento complessivo e rispetto delle indicazioni di volta in volta fornite in tale ambito dalle leggi finanziarie annuali (in caso di mancato rispetto del

¹⁴⁵ FADEL, MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, in *www.dirittobancario.it* dicembre 2008; SPECA, *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Riv. tributi locali*, 2006, 359 ss.

¹⁴⁶ L'Art. 28 Legge 23.12.1998, n.448 (patto di stabilità interno) afferma che "Nel quadro del federalismo fiscale, che sarà disciplinato da apposita legge sulla base dei principi contenuti nel documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 1999-2001, le regioni, le province autonome, le province, i comuni e le comunità montane concorrono alla realizzazione degli obiettivi di finanza pubblica che il paese ha adottato con l'adesione al patto di stabilità e crescita, impegnandosi a ridurre progressivamente il finanziamento in disavanzo delle proprie spese e a ridurre il rapporto tra il proprio ammontare di debito e il prodotto interno lordo. Per i fini del presente articolo, il disavanzo è calcolato quale differenza tra le entrate finali effettivamente riscosse, inclusive dei proventi della dismissione di beni immobiliari, e le uscite finali di parte corrente al netto degli interessi; tra le entrate non sono considerati i trasferimenti dallo Stato. Si terrà conto altresì delle variazioni del gettito dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) e delle addizionali al gettito dei tributi erariali. La riduzione del disavanzo annuo risultante dalla legislazione vigente dovrà essere pari nel 1999 ad almeno 0,1 punti percentuali del prodotto interno lordo (PIL) come previsto dal documento di programmazione economico-finanziaria e suoi aggiornamenti; nei due anni successivi la percentuale sul PIL del disavanzo annuo dovrà restare costante. Il disavanzo delle regioni e delle province autonome sarà computato considerando le devoluzioni di tributi erariali e le compartecipazioni come entrate proprie. La riduzione sarà ottenuta attraverso le seguenti azioni: a) perseguimento di obiettivi di efficienza, aumento della produttività e riduzione dei costi nella gestione dei servizi pubblici e delle attività di propria competenza; b) contenimento del tasso di crescita della spesa corrente rispetto ai valori degli anni precedenti; c) potenziamento delle attività di accertamento dei tributi propri ai fini di aumentare la base imponibile; d) aumento del ricorso al finanziamento a mezzo prezzi e tariffe dei servizi pubblici a domanda individuale; e) dismissione di immobili di proprietà non funzionali allo svolgimento della attività istituzionale...". Sull'argomento CASSESE, *Istituzioni di diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 2009, 199 ss.; NADOTTI, *I derivati nelle P.A. locali*, Milano 2009, 24 ss.; GIOMI, MERUSI, *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Diretto da CHITI E GRECO, Milano Giuffrè, 2007, III T., 1463 ss.; PINELLI, *Patto di stabilità interno e finanza regionale*, in *Giur. cost.*, 2004, 497.

patto interno di stabilità sono stabilite a carico dell'ente pesanti sanzioni);

- c) attribuzione agli Enti Locali di sempre maggiori competenze e conseguente rafforzamento del collegamento tra le risorse direttamente prelevate dall'ente ed i servizi resi alla collettività;
- d) progressiva introduzione, con le leggi finanziarie degli ultimi anni, di limiti e tagli che incidono sulla possibilità per gli enti locali di effettuare investimenti.

Gli enti locali si sono trovati con risorse progressivamente minori e con sempre maggiori attività da svolgere (percepita dalla collettività sempre più come diritti). Tale situazione ha determinato una vera e propria "crisi di liquidità", aggravata dalle rigidità imposte dal patto di stabilità e dalle leggi finanziarie succedutesi negli anni che hanno di fatto bloccato la spesa corrente e la spesa in conto capitale¹⁴⁷.

¹⁴⁷ NADOTTI, *I derivati nelle P.A. locali*, op. cit., Milano 2009, 34; FADEL, MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, op. cit., in www.dirittobancario.it dicembre 2008. Vedasi Le Risultanze delle indagini svolte dai servizi ispettivi di finanza pubblica in materia di bilanci degli enti locali, maggio 2009 consultabile www.rgs.mef.gov/DOCUMENTI. Nel rapporto si legge a pg. 48 "Nel corso delle verifiche compiute dai S.I.Fi.P. (anche su specifica richiesta del Dipartimento del tesoro), è emerso, in diversi casi, un improprio utilizzo degli strumenti derivati, che si è, in particolare, concretizzato nell'inserimento, all'interno dei contratti, di opzioni diverse da quelle che la legge prevede. Tali contratti, i quali inglobano una componente opzionale di tipo complesso definita come opzione digitale, non risultano ottemperare a quanto disposto dalla vigente normativa e, di conseguenza, non sarebbero sottoscrivibili da parte degli Enti. Altra rilevante problematica, pure emersa in sede di verifica presso gli Enti locali, è costituita dall'imputazione in bilancio dei proventi derivanti dagli swap (per effetto di differenziali positivi di tasso d'interesse), cui è naturalmente connessa quella dell'utilizzo dei proventi stessi. Gli Enti locali allocano normalmente la relativa liquidità al titolo III dell'entrata (e, dunque, tra le entrate correnti), il che ne consente l'utilizzo per il finanziamento di spesa corrente (titolo I della spesa)". Sull'argomento ci pare interessante richiamare le conclusioni della Corte dei Conti - Sezioni Riunite in sede di controllo "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", Audizione alla VI Commissione del Senato della Repubblica, Roma 18/02/2009, in cui si legge "la difficile situazione finanziaria nella quale versano gli enti territoriali, specie quelli di media e piccola

Ciò ha finito per spingere il legislatore nazionale a studiare e consentire, le forme attraverso le quali gli enti territoriali potessero accedere a fonti di finanza alternativa ed al mercato dei capitali quasi come se fossero aziende private¹⁴⁸.

Orbene, l'esigenza di reperire nuove e maggiori risorse finanziarie ed il rischio di cambio in presenza di emissioni in valuta hanno fatto sì che, negli ultimi anni, gli enti locali accrescessero l'utilizzo di strumenti di finanza derivata nell'ottica di una gestione attiva del debito

dimensione se, per un verso, vede ridursi in termini reali le risorse su cui poter contare, d'altro canto non allenta le esigenze di spesa per corrispondere alla domanda di servizi essenziali e indispensabili avanzata dai cittadini, nel quadro di quei diritti di cittadinanza che sono loro riconosciuti per costituzione. Una delle conseguenze è l'aumento dello stock di debito riscontrato negli ultimi anni, che ne ha reso elevato il costo e più a rischio la copertura. E' in questa difficile situazione che gli enti territoriali sono indotti a ritagliarsi percorsi di sostenibilità finanziaria, rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti e far fronte ad una dilatazione della spesa conseguente anche alle nuove competenze attribuite. La rincorsa agli strumenti derivati è pure l'esito dei fenomeni descritti e, nei casi in cui rappresenta una scelta necessitata, a causa di una ricorrente crisi di liquidità o per l'eccessivo costo del debito tradizionale che si vuole in ogni modo ridurre, proprio allora include maggiori rischi. I quali non ricorrono o, meglio, rappresentano una alea accettabile, allorché la strategia sia rivolta alla copertura del rischio di variazione dei tassi o a ricalibrare lo stock complessivo del debito, nella coerente composizione fra tassi fissi e variabili. Perciò, mentre sui derivati rivolti a riduzione del costo del debito – al di fuori di strategie di globale ristrutturazione – si concentrano profili di maggiore preoccupazione, altrettanta riflessione meritano le ricontrattazioni dei derivati che, tramite lo "smontaggio" delle operazioni in essere, rischiano, non solo di aumentare la complessità degli strumenti, ma di rappresentare ulteriore aggravio finanziario per gli enti, in genere compensato grazie ad ulteriori premi di liquidità scontati peraltro sulle nuove condizioni contrattuali".

¹⁴⁸ ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, op. cit., in *Il diritto dell'economia*, 2011, fasc.1, 19 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca borsa tit. credito*, 2011, II, 18; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 391 ss.; ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, op. cit., in *Azienditalia*, 2008, V, 5; PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, op. cit., in *La Finanza locale*, 2008, III, 95 ss.; COSSIGA, *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, op. cit., in *Fin. loc.*, 2008, 127; SPECA, *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, op. cit., in *Rivista trib. locali*, 2006, IV, 359 ss.; SPECA, *Il processo di ristrutturazione del debito negli enti locali*, op.cit., Napoli, 2005, 44 ss.

finalizzata all'ottimizzazione delle risorse, alla riduzione del costo del debito stesso e al contenimento dei rischi con esso connessi¹⁴⁹.

Le oscillazioni del mercato dei tassi di interesse hanno immediate ripercussioni sui bilanci degli enti locali, con effetti positivi o negativi a seconda dell'andamento seguito dai tassi stessi, per cui optare per un tasso fisso o variabile non è agevole e richiede una particolare competenza nonché una notevole capacità di previsione degli eventi al fine di scegliere l'opzione che permetta all'ente territoriale una gestione

¹⁴⁹ Secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, nella Audizione del Capo servizio studi D. Franco, resa l'8 luglio 2009, alla VI Commissione del Senato, nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, nel periodo tra il 2005 ed il 2007, il numero degli enti che utilizzavano strumenti derivati è salito da 349 a 669, per scendere a 474 alla fine del 2008. Al marzo 2009, facevano ricorso a strumenti derivati, 496 amministrazioni territoriali e precisamente 13 regioni, 28 province e 440 comuni. Il valore nozionale è cresciuto da 0,1 miliardi, nel 2000, a 24,5 miliardi, marzo 2009. Peraltro i dati forniti dalla Centrale rischi ed utilizzati dalla Banca d'Italia, non tengono conto dei contratti conclusi con intermediari esteri ed avverte la relazione che per i comuni di maggiori dimensioni la quota di mercato degli operatori esteri sarebbe pari a circa il sessanta per cento. Si stima quindi che l'operatività complessiva del sistema sia ben maggiore. FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 11, 739, l'A. osserva come "gli enti pubblici locali hanno spesso ritenuto di sottoscrivere tali contratti al fine di disporre la copertura dal rischio di rialzo dei tassi, tuttavia, alcune clausole aggiuntive poste dalle banche hanno trasformato contratti di copertura in vere e proprie scommesse aleatorie dai flussi di cassa in uscita incontrollabili. Alcuni amministratori di enti pubblici hanno infine sottoscritto i contratti in strumenti derivati nell'intento di svolgere una gestione attiva del debito con alterne fortune; le emissioni obbligazionarie degli enti erano infatti ammortizzate anno per anno, in modo da non concentrare l'onere della restituzione del capitale unicamente alla data di scadenza ed, a tale fine, gli enti hanno dovuto accantonare somme relative all'ammortamento annuale del prestito – sinking fund – oppure effettuare un cosiddetto amortizing swap. Gli istituti di credito si sono altresì avvantaggiati della situazione con l'inserimento nei contratti, come si è detto, di quelle clausole definite "esotiche", tali da esporre gli enti a rischi non necessari"; NIGRO, *Lo stato della finanza pubblica locale*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2010, 1, 5, l'A. rileva che "un altro tema di particolare interesse e di forte impatto sulla finanza pubblica, riguarda l'evoluzione dei mercati finanziari e l'utilizzo dei prodotti finanziari da parte degli enti territoriali. Gli ultimi 15 anni sono indicativi di come è radicalmente cambiato l'approccio degli enti locali alla finanza pubblica: graduale sostituzione del sistema di Tesoreria unica in Tesoreria mista, introduzione dei prestiti obbligazionari, cartolarizzazioni, aperture di credito, trasformazione della Cassa depositi e prestiti in S.p.A., Patto di stabilità e di crescita interno, rinegoziazioni, operazioni di swap, gestione della liquidità. Sono solo i titoli di un'evoluzione del sistema finanziario, che ha inciso in maniera determinante sui bilanci locali, causando, spesso, tensioni sulla liquidità e, talvolta, generando crisi finanziarie più ampie, fino alla dichiarazione di dissesto".

attiva delle proprie risorse nell'ottica di una diminuzione dell'esposizione debitoria nel suo complesso ma anche di un miglioramento della propria capacità di indebitamento¹⁵⁰.

Attraverso la sottoscrizione di tali strumenti, gli enti locali si assicuravano l'immediato vantaggio di acquisire la corresponsione di un *upfront*, cioè una anticipazione, pari ad una percentuale definita,

¹⁵⁰ Cfr. Corte dei Conti – Sezioni Riunite in sede di controllo *“Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni”*, Audizione alla VI Commissione del Senato della Repubblica, Roma 18/02/2009, pag. 42; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile, op.cit.*, in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 2 ss., SPECA, *Il processo di ristrutturazione del debito negli enti locali, op.cit.*, Napoli, 2005, 200 ss.; MANGIAROTTI, *Gli strumenti di finanza innovativa applicati agli enti locali*, in *AziendaItalia*, 2004, 6,1. Cfr. l'analisi svolta nelle indagini conoscitive condotte nel 2004/2005 e 2007, dalla VI Commissione Finanze della Camera ed i risultati contenuti nelle relazioni della Corte dei conti, Sezione Autonomie, su cui comunque si ritornerà più dettagliatamente nel prosieguo della presente indagine. La situazione descritta nel testo è efficacemente sintetizzata, pur se a tratti in maniera enfatica, nella parte introduttiva della relazione tenuta dall'UPI √ Unione Province Italiane √ nel corso dell'audizione informale del 15 novembre 2007 dinanzi alla Commissione finanze della Camera dei Deputati intitolata Osservazioni e proposte sull'utilizzo degli strumenti di finanza derivata: «L'attuale dibattito sull'utilizzo degli strumenti di finanza derivata da parte del sistema degli enti locali, non può, prescindere da una seppur sommaria analisi di quella che è stata la trasformazione istituzionale del nostro Paese, la quale ha profondamente modificato funzioni e compiti di ogni singolo livello di governo, sia nazionale che locale. Infatti, dapprima con il decentramento amministrativo determinato dalle c.d. Leggi Bassanini, sino ad arrivare alla riformulazione del Titolo V della Costituzione e dunque al nuovo assetto di competenze legislative ed amministrative le Province hanno conosciuto un processo di cambiamento che, nel corso degli ultimi 10/15 anni ha significativamente rinnovato la loro veste istituzionale. Va preliminarmente ricordato che l'art. 119 Cost., sancisce l'autonomia finanziaria di entrata e di spesa degli enti, in un quadro di coordinamento della finanza pubblica, ma ancora oggi, a distanza di 7 anni dall'entrata in vigore del nuovo assetto costituzionale, il nuovo assetto non è mai stato realizzato: le entrate provinciali sono rappresentate per metà da trasferimenti erariali e regionali √ e dunque da finanza derivata √ e per l'altra da tributi propri, ma che in realtà rappresentano meramente la devoluzione di gettiti prima erariali.. In estrema sintesi, l'attuale panorama istituzionale che vede equiparati Stato, Regioni, Province e Comuni è il risultato di un lungo processo di rinnovamento che, per le Province in particolare, ha significato diventare destinatarie di una serie importante di deleghe da parte dello Stato e delle Regioni, cui però non è adeguatamente corrisposta una modifica sostanziale del proprio sistema finanziario, rimasto di fatto quello di dieci anni fa, privo di una efficace capacità impositivo e tributaria. Inoltre il sistema locale ha voluto, fino dal 1999, aderire al patto di stabilità interno, fornendo così il proprio sostanziale e rilevante contributo al raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari nazionali determinati dall'appartenenza alla UE e coerenti con il patto di stabilità e crescita europeo”.

corrisposta alla stipula del contratto derivato (sul punto ritorneremo nel prosieguo). In ciò si può ravvisare uno dei motivi prevalenti del ricorso alla finanza derivata: consentire agli Enti territoriali di acquisire liquidità, in momenti difficili, evitando il configurarsi di un indebitamento¹⁵¹.

Tale fenomeno ha trovato apposita disciplina legislativa, regolamentare ed amministrativa.

¹⁵¹ Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco al Senato della Repubblica del 8 luglio 2009, Commissione Finanza e Tesoro; Corte dei Conti – Sezioni Riunite in sede di controllo *“Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni”*, Audizione alla VI Commissione del Senato della Repubblica, Roma 18/02/2009, in cui la Corte dei Conti evidenzia che *“La riduzione dei trasferimenti a favore degli enti locali, unitamente al blocco della fiscalità per gli anni 2003 e 2004, hanno determinato un forte disallineamento fra le entrate e gli andamenti di spesa, con conseguente disavanzo complessivo. Il fenomeno è stato avvertito con maggiore intensità dai piccoli enti, a causa della minore flessibilità dei bilanci, ma effetti non sono mancati anche per i grandi Comuni. Per garantire i servizi indispensabili ai cittadini, le risorse assorbite a copertura hanno prosciugato larga parte delle entrate correnti. Il margine effettivo da destinare agli oneri finanziari per il servizio del debito ne è risultato quanto mai ridotto, se non annullato, con conseguente effetto sulla capacità di indebitamento. Di qui, l'esigenza di far leva su nuovi canali di finanziamento e su un utilizzo sostenibile di strumenti finanziari, la cui diffusione negli ultimi anni è stata favorita dall'art. 41 della finanziaria 2002 e dall'attuazione che ne è stata data con il decreto n. 389 del dicembre 2003. Enti locali di piccole e medie dimensioni, più che su rinegoziazioni o conversione dei mutui in essere hanno privilegiato il ricorso a strumenti di finanza derivata”*.

1.1.- Legge 23 dicembre 1994, n.724 -Misure di razionalizzazione della finanza pubblica

L'utilizzo da parte degli enti locali degli strumenti derivati con funzioni di copertura si fa generalmente risalire alla **Legge 23 dicembre 1994, n. 724** (*Misure di razionalizzazione delle finanza pubblica*) con cui si è eliminato, come si accennava, per quel che riguarda l'accesso al credito da parte di Regioni, Province e Comuni, il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti (introdotto dal legislatore statale alla fine degli anni '70 per contenere i ricorrenti fenomeni di "finanze locali allegre").¹⁵²

¹⁵² V. articolo 35 della le.23.12.1997, n.724 "Emissione di titoli obbligazionari da parte di enti territoriali"¹. Le province, i comuni e le unioni di comuni, le città metropolitane e i comuni di cui agli articoli 17 e seguenti della legge 8 giugno 1990, n. 142, le comunità montane, i consorzi tra enti locali territoriali e le regioni possono deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti. Per le regioni resta ferma la disciplina di cui all'articolo 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281, come modificato dall'articolo 9 della legge 26 aprile 1982, n. 181. È fatto divieto di emettere prestiti obbligazionari per finanziare spese di parte corrente. Le unioni di comuni, le comunità montane e i consorzi tra enti locali devono richiedere agli enti locali territoriali, che ne fanno parte, l'autorizzazione all'emissione dei prestiti obbligazionari. L'autorizzazione si intende negata qualora non sia espressamente concessa entro novanta giorni dalla richiesta. Si applicano le disposizioni di cui all'articolo 46 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504, e successive modificazioni ed integrazioni. Il costo del monitoraggio previsto nel predetto articolo 46 sarà a totale carico dell'ente emittente. 1-bis. I comuni, le province, le città metropolitane e, previa autorizzazione di ciascun partecipante, le unioni di comuni, le comunità montane e i consorzi tra enti locali, per il finanziamento di singole opere pubbliche, possono attivare prestiti obbligazionari di scopo legati alla realizzazione delle opere stesse e garantiti da un apposito patrimonio destinato. Tale patrimonio è formato da beni immobili disponibili di proprietà degli enti locali di cui al primo periodo, per un valore almeno pari all'emissione obbligazionaria, ed è destinato esclusivamente alla soddisfazione degli obbligazionisti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi dall'ente locale. Con apposito regolamento, da emanare, ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400 entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della presente disposizione, il Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con i Ministri dell'interno e delle infrastrutture e dei trasporti, determina le modalità di costituzione e di gestione del predetto patrimonio destinato a garantire le obbligazioni per il finanziamento delle opere pubbliche ⁽¹¹⁵⁾. 2. L'emissione dei prestiti obbligazionari è subordinata alle seguenti condizioni: a) che gli enti locali territoriali, anche nel caso in cui partecipino a consorzi o unioni di comuni, non si trovino in situazione di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie come definite dall'articolo 45 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504; b) che le regioni non abbiano proceduto al ripiano di disavanzi di amministrazione ai sensi dell'articolo 20 del decreto-legge 18 gennaio 1993, n. 8, convertito, con modificazioni, dalla legge 19 marzo 1993, n. 68. 3. Nessun prestito può comunque essere emesso se dal conto consuntivo del penultimo esercizio risulti un disavanzo di amministrazione e se non sia stato deliberato il bilancio di previsione dell'esercizio in cui è prevista l'emissione del

prestito. Il prestito obbligazionario deve essere finalizzato ad investimenti e deve essere pari all'ammontare del valore del progetto esecutivo a cui fa riferimento. Gli investimenti, ai quali è finalizzato il prestito obbligazionario, devono avere un valore di mercato, attuale o prospettico, almeno pari all'ammontare del prestito. Gli interessi sui prestiti obbligazionari emessi dagli enti di cui al comma 1 concorrono a tutti gli effetti alla determinazione del limite di indebitamento stabilito dalla normativa vigente per le rispettive tipologie di enti emittenti. 4. La durata del prestito obbligazionario non può essere inferiore a cinque anni. In caso di prestiti emessi da un'unione di comuni o da consorzi tra enti locali territoriali, la data di estinzione non può essere successiva a quella in cui è previsto lo scioglimento dell'unione o del consorzio. Qualora si proceda alla fusione dei comuni prima della scadenza del termine di dieci anni, ai sensi degli articoli 11 e 26 della legge 8 giugno 1990, n. 142, il complesso dei rapporti giuridici derivanti dall'emissione del prestito è trasferito al nuovo ente. 5. Le obbligazioni potranno essere convertibili o con warrant in azioni di società possedute dagli enti locali. [Il prestito obbligazionario verrà collocato alla pari e gli interessi potranno essere corrisposti, con cedole annue, semestrali o trimestrali, a tasso fisso o a tasso variabile]. Il rendimento effettivo al lordo di imposta per i sottoscrittori del prestito non dovrà essere superiore, al momento della emissione, al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto. Ove in tale periodo non vi fossero state emissioni della specie si farà riferimento al rendimento dei titoli di Stato esistenti sul mercato con vita residua più vicina a quella delle obbligazioni da emettere maggiorato di un punto. I titoli obbligazionari sono emessi al portatore, sono stanziabili in anticipazione presso la Banca d'Italia e possono essere ricevuti in pegno per anticipazioni da tutti gli enti creditizi. Gli enti emittenti devono operare una ritenuta del 12,50 per cento a titolo di imposta sugli interessi, premi od altri frutti corrisposti ai possessori persone fisiche e a titolo di anticipo d'imposta per i soggetti tassati in base all'IRPEG. Il gettito della ritenuta rimane di competenza degli enti emittenti che dovranno iscrivere la somma in apposito capitolo di bilancio al netto di una percentuale dello 0,1 per cento - una tantum - calcolato sul valore del prestito obbligazionario, da attribuire all'entrata del bilancio dello Stato quale contributo alle spese relative ad atti autorizzativi. [È fatto divieto di accedere alla Cassa depositi e prestiti per accensione dei nuovi mutui nel periodo amministrativo in cui il prestito è stato sottoscritto]. 7. La delibera dell'ente emittente di approvazione del prestito deve indicare l'investimento da realizzare, l'importo complessivo, la durata e le modalità di rimborso e deve essere corredata del relativo piano di ammortamento finanziario. Il rimborso anticipato del prestito, ove previsto, può essere effettuato esclusivamente con fondi provenienti dalla dismissione di cespiti patrimoniali disponibili. L'ente emittente si avvale per il collocamento del servizio del prestito di intermediari autorizzati dalla normativa nazionale o comunitaria, ferme restando le disposizioni che ne disciplinano l'attività. L'ente emittente provvede ad erogare il ricavato del prestito obbligazionario con le modalità di cui all'articolo 19 della legge 3 gennaio 1978, n. 1. Il tesoriere dell'ente emittente deve provvedere al versamento presso l'ente o gli enti creditizi dei fondi occorrenti per il pagamento delle cedole, al netto delle ritenute fiscali, e per il rimborso del capitale secondo il piano di ammortamento predisposto. L'ente o gli enti creditizi rappresentano i possessori dei titoli obbligazionari nei rapporti con gli enti emittenti. 8. Il rimborso del prestito è assicurato attraverso il rilancio delle delegazioni di pagamento di cui all'articolo 3 della legge 21 dicembre 1978, n. 843. Il rimborso del prestito emesso dalle regioni è assicurato dall'iscrizione in bilancio con impegno della regione a dare mandato al tesoriere ad accantonare le somme necessarie. È vietata ogni forma di garanzia a carico dello Stato; è vietata altresì ogni forma di garanzia delle regioni per prestiti emessi da enti locali. 9. Alle emissioni obbligazionarie si applicano, in quanto compatibili, le norme relative alla gestione cartolare dei BOT di cui al D.M. 25 luglio 1985 del Ministro del tesoro. Le emissioni obbligazionarie sono sottoposte al benestare preventivo della Banca d'Italia, che deve essere espresso entro sessanta giorni dalla richiesta, nei limiti fissati dalla stessa ai sensi dell'articolo 129 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. I titoli obbligazionari possono essere quotati sui mercati regolamentati ai sensi della normativa vigente e possono essere riacquistati dall'ente emittente esclusivamente con mezzi provenienti da economie di bilancio. 10. Con apposito regolamento da emanare entro il 30 giugno 1995, il Ministro del tesoro determina le caratteristiche dei titoli obbligazionari, nonché i criteri e le procedure che gli enti emittenti sono tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio; definisce l'ammontare delle commissioni di collocamento che dovranno percepire gli intermediari autorizzati; definisce altresì i criteri di quotazione sul mercato secondari. A

Il successivo regolamento di attuazione della predetta legge (approvato con il **decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420** recante “norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti locali” e, quindi, non applicabile nei confronti delle Regioni) ha poi limitato l'utilizzo dei derivati alla obbligatoria copertura di cambio in caso di emissioni in valuta estera¹⁵³.

tal fine possono anche essere previste modificazioni ed integrazioni delle certificazioni di bilancio di cui all'articolo 44 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504”.

¹⁵³ Si legga l'art. 1 del D.M 5.06.1996, n.420 che recita “**1. Contenuto della delibera di emissione.**1. Gli enti locali di cui agli articoli 35 e 37 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 , possono deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari subordinatamente alla preventiva approvazione: a) del piano economico-finanziario di cui all'art. 46 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504 , ove il prestito sia finalizzato alla realizzazione di opere pubbliche destinate all'esercizio di servizi pubblici a rilevanza imprenditoriale; b) del progetto o del piano esecutivo dell'investimento previsto dall'art. 43 del decreto legislativo 25 febbraio 1995, n. 77 . **2.** La delibera di emissione deve essere corredata del piano di ammortamento finanziario del prestito stesso; il rimborso avrà luogo mediante decurtazione delle quote nominali di capitale in concomitanza con il pagamento delle cedole. La delibera di emissione deve attestare la sussistenza dei requisiti richiesti per l'emissione e, in particolare, di quelli previsti dal comma 1 del presente articolo, nonché di quelli previsti dall'art. 35, commi 2 e 3, della legge n. 724 del 1994 e, per i prestiti da emettere in valuta, anche di quelli previsti dall'art. 5 del decreto-legge 5 maggio 1996, n. 287. Qualora l'emissione del prestito sia deliberata da enti locali in situazioni di dissesto o in situazione strutturalmente deficitaria, la delibera deve espressamente indicare anche la sussistenza dei requisiti richiesti dall'art. 37 della legge n. 724 del 1994 . La rata di ammortamento del prestito deve essere comprensiva, sin dal primo anno, della quota capitale e della quota interessi. **3.** Nel caso di emissioni di prestiti convertibili o con warrant in azioni di società possedute dagli enti locali, nella delibera di emissione dovranno essere indicate le modalità di conversione e di esercizio del warrant. La conversione dei prestiti in azioni potrà essere esercitata dai portatori delle obbligazioni, secondo il rapporto di conversione e nel periodo stabiliti dall'ente emittente, per ogni quota di capitale divenuta rimborsabile. I warrant potranno circolare separatamente dai prestiti e potranno essere esercitati nei periodi indicati nella delibera di emissione. **4.** Oltre a quanto espressamente previsto all'art. 35 della legge n. 724 del 1994 e dal successivo art. 2 gli enti locali non possono emettere titoli obbligazionari con opzioni ed attivare strumenti derivati che modifichino la struttura del titolo nel corso della sua vita. **5.** Nella delibera di emissione devono inoltre essere indicati l'investimento da realizzare, l'ammontare nominale del prestito, il prezzo di emissione alla pari, la data entro cui l'ente intenda procedere all'emissione, la data di godimento, la durata, la data e le modalità di rimborso, le caratteristiche delle cedole e la natura del tasso, fisso o variabile, degli interessi da corrispondere ai sottoscrittori del prestito. Nel caso in cui il prestito sia emesso a tasso variabile sul mercato interno, le cedole successive alla prima saranno determinate utilizzando come parametro di riferimento il rendimento all'emissione dei BOT trimestrali, semestrali o annuali o, in alternativa, il «Rome Interbank Offered Rate» (RIBOR) a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale o annuale delle cedole. Per i prestiti a tasso variabile emessi sul mercato estero e per quelli in valuta il parametro di riferimento per le cedole successive alla prima sarà il «London Interbank Offered Rate» (LIBOR) a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale ed annuale delle cedole. Le modalità di determinazione delle cedole indicizzate, ivi compresa l'eventuale applicazione della maggiorazione sui menzionati parametri, che non potrà

1.2.- Legge 28 dicembre 2001, n.448 -Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2002)

Taluni hanno parlato di “svolta liberalizzatrice”¹⁵⁴ a proposito dell’**art. 41 della l. 28 dicembre 2001, n. 448 Disposizioni per la formazione**

risultare superiore ad un punto percentuale annuo, devono essere indicate nella delibera di emissione del prestito. 6. L'importo del prestito, al netto delle spese di collocamento e di tutti gli altri oneri connessi con l'emissione del prestito, ivi compresi quelli di cui al successivo art. 2, non può essere superiore all'ammontare della spesa risultante dal progetto esecutivo nel caso in cui il prestito sia finalizzato alla realizzazione di opere pubbliche, ovvero al valore riconosciuto dall'ufficio tecnico dell'ente emittente per le altre tipologie di investimento. Nel caso in cui l'investimento sia finanziato anche con risorse diverse da quelle derivanti dal prestito, la delibera di emissione deve indicare dettagliatamente tali risorse. 7. La delibera di emissione deve altresì indicare l'ufficio incaricato delle operazioni di assegnazione, l'intermediario o gli intermediari incaricati del servizio di collocamento e del servizio finanziario del prestito, il termine entro il quale l'intermediario o gli intermediari devono presentare le richieste di assegnazione, l'ammontare della commissione di collocamento determinato entro il limite stabilito dal successivo art. 12. 8. Nell'ipotesi in cui gli enti emittenti siano unioni di comuni, comunità montane o consorzi tra enti locali, la delibera di emissione deve contenere altresì l'indicazione delle singole autorizzazioni all'emissione rilasciate dagli enti locali che ne fanno parte. 9. Il rimborso anticipato del prestito, ove previsto, può essere disposto solo nei limiti dei proventi effettivamente realizzati e rivenienti dall'alienazione dei cespiti patrimoniali disponibili”. Mentre l’art 2 “Prestiti in valuta estera - Copertura rischio di cambio” afferma che “ Per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap. L'operazione di swap dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio. Il costo di tale operazione, insieme con tutti gli oneri sopportati dall'ente emittente in relazione all'emissione del prestito, ivi compresa la commissione di cui al successivo art. 12, concorre alla determinazione del costo effettivo di cui all'art. 5 del decreto-legge n. 287 del 1996. 2. L'operazione di swap dovrà essere effettuata da intermediari di provata affidabilità ed esperienza nel settore, con riferimento anche alla valutazione assegnata agli intermediari medesimi dalle maggiori agenzie di rating”.

¹⁵⁴ ASTEGIANO, I contratti di finanza derivata: l'intervento del legislatore e il consolidamento delle verifiche condotte dalla magistratura contabile, in *Aziendaitalia*, 2009,1,19; ASTEGIANO, Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità, in *Aziendaitalia*, 2008, 6,1 in cui l’A. osserva che “il punto di svolta normativo è dato, però, dalla legge finanziaria per il 2002 che ha «liberalizzato» il ricorso da parte degli enti territoriali ai mercati finanziari dettando una disciplina, sia pure soltanto di massima, in relazione sia agli strumenti finanziari derivati di tasso di interesse che agli strumenti di finanza innovativa utilizzabili in relazione alle emissioni obbligazionarie, dirette a favorire nuovi investimenti o a procedere ad operazioni di ristrutturazione del debito. In particolare, è riconosciuta la facoltà di emettere obbligazioni o contrarre altre tipologie di mutui che prevedano il rimborso del capitale mediante il versamento dell'intero importo alla scadenza, in un'unica soluzione, con l'obbligo, a carico dell'emittente, di costituire un fondo di ammortamento che è possibile reinvestire per tutta la durata dell'operazione (sinking fund), ovvero di trasformare l'obbligazione di restituzione in uno swap di ammortamento con un intermediario finanziario che, di fatto, prevede un ammortamento costante da parte dell'ente mediante il versamento progressivo dell'intero importo all'intermediario che si obbliga a restituirlo all'ente al termine dell'operazione per

del bilancio annuale e pluriennale dello Stato - legge finanziaria 2002, in termini, tanto di arricchimento degli strumenti di *funding* a disposizione delle amministrazioni (anche regionali ma soprattutto comuni e province) laddove è stata concessa agli enti locali la facoltà di emettere titoli obbligazionari (e di contrarre mutui) con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza.

In precedenza, giova ricordare che il ricorso al mercato obbligazionario era possibile solo mediante il collocamento di titoli ad ammortamento rateizzato del capitale, con conseguente esclusione della possibilità di emettere i c.d. titoli *bullet* (letteralmente a proiettile ovvero con rimborso del capitale unico alla scadenza)¹⁵⁵.

consentire a quest'ultimo di rimborsare il prestito sottostante (*amortising swap*)"; BELLESIA, *La contabilizzazione dei contratti di swap degli enti locali*, in *Azienditalia*, 2008, 6, 457, BARBERO E ASTEGIANO, *Enti locali: la rinegoziazione di un derivato equivale a un nuovo contratto*, in *Azienditalia*, 2008, 5, 414; BARBERO E ASTEGIANO, *Enti locali: un vademecum per i derivati*, in *Azienditalia*, 2008, 5, 414; STROCCHIA, *Gestione del debito tramite derivati*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2007, 7, 411.

¹⁵⁵ PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op. cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 5 ss, STROCCHIA, *L'indebitamento degli enti territoriali alla luce del contesto normativo attuale*, in *Azienditalia - Fin. E Trib.*, 2009, 9, 493. Oggi la possibilità di emissione di titoli *bullet* è stata espressamente vietata dall'art. 62, L.6.8.2008, n.133 che afferma "Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali 01. Le norme del presente articolo costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ai sensi degli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione.1. Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali e' fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, e comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonche' di ricorrere all'indebitamento attraverso con-tratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi. La durata dei piani di ammortamento non può essere superiore a trent'anni, ivi comprese eventuali operazioni di rifinanziamento o rinegoziazione ammesse dalla legge. Per gli enti di cui al presente comma, e' esclusa la possibilità di emettere titoli obbligazionari o altre passività con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza.2. Il Ministro

L'art 41 prevedeva, al comma 1°, la facoltà di ricorrere all'indebitamento, sotto il controllo e il coordinamento del Ministero, attraverso il ricorso a strumenti finanziari derivati, al fine di ridurre il rischio di esposizione degli enti territoriali sotto il profilo della possibile crescita incontrollata dei tassi.

dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con regolamento da emanarsi ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, individua la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati che i soggetti di cui al comma 1 possono stipulare e stabilisce i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.³ Restano salve tutte le disposizioni in materia di indebitamento delle regioni, delle province autonome di Trento e Bolzano e degli enti locali che non siano in contrasto con le disposizioni del presente articolo.^{3-bis}. All'articolo 3, comma 17, secondo periodo, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modificazioni, dopo le parole: «cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche» sono aggiunte le seguenti: «nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate». Sull'argomento v. TRUDU, *Derivati negli enti locali: ancora un restyling normativo*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2009, 3, 117. L'A. compie una disamina dell'evoluzione normativa in materia, evidenziando che «il prestito obbligazionario o di altro genere che prevede il rimborso del capitale in un'unica soluzione è definitivamente vietato. Si ricorda che lo stesso era stato introdotto con l'art. 41, c. 2, della legge n. 448/2001 e prevedeva come garanzia collaterale la previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito, o la previa conclusione di uno swap per l'ammortamento del debito. In relazione a ciò si evidenzia come in tal modo venga definitivamente stralciato dall'ordinamento uno strumento utile (se usato con competenza) che non è stato certamente tra quelli maggiormente forieri delle difficoltà finanziarie degli enti locali. Sulla questione la Corte dei conti era intervenuta più volte auspicando cautele e una normativa più incisiva sulla gestione dei fondi di ammortamento creati a margine delle emissioni, ma mai auspicando l'eliminazione dello strumento dalle tipologie di indebitamento degli enti».

1.3.- D.M. 1 dicembre 2003, n.389- Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448

In questo quadro, allo scopo di disciplinare e razionalizzare tali pratiche è intervenuto (con particolare ritardo), anche il **decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 1 dicembre 2003, n. 389**, recante il tanto atteso e quanto mai necessario regolamento in materia di accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni ed Enti Locali ai sensi del pluricitato art. 41 della l. n. 448/2001¹⁵⁶.

Per quanto concerne, specificamente, i derivati finanziari, è l'art. 3 del provvedimento in questione a fissare alcuni significativi "paletti", finalizzati a limitare la diffusione delle operazioni di "finanza creativa". Tale norma, oltre a disciplinare nel dettaglio la struttura delle operazioni obbligatorie (*swap* di tasso di cambio in corrispondenza di

¹⁵⁶ Per un commento al decreto si legga, in termini esemplificativi vedasi GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, pg 393, l'A. osserva che "il dato di maggior rilievo del decreto risiede invece nella previsione sub c) art.3, che tende a modificare il profilo di regolamentazione apparentemente desumibile da una prima lettura. In prima battuta, infatti, si è portati a supporre che il sistema si impronti ad una configurazione particolarmente restrittiva, basata su un "numero chiuso" di strumenti ammessi e la disposizione sub b), contemplando pur sempre combinazioni dei precedenti tipi, tende a rafforzare tale convincimento, la previsione sub c) invece apre uno spettro di applicazioni che trascende tali limiti ammettendo la stipulazione, in via generale e senza alcuna ulteriore predeterminazione tipologica, di "altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito", ponendo solo come condizione la correlazione fra derivato e sottostante e precludendo la costituzione di un profilo crescente dei valori attuali dei flussi: ma al di là di tali limitazioni finalistiche, il decreto sembra non porre preclusione alcuna alla scelta dei derivati impiegabili"; NOCERA, *Enti locali e finanza derivata*, in www.diritto.net; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op.cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 6 ss, FADEL, MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, op. cit., in www.diritto bancario.it dicembre 2008.

operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro e *swap* per l'ammortamento di passività tipo *bullet*), indica, con elencazione tassativa, le altre tipologie di derivati consentite agli enti sub-statali e fissa ulteriori limitazioni, tanto di carattere oggettivo, quanto di carattere soggettivo¹⁵⁷.

Sotto il primo profilo, sono vietati i derivati che: I) non risultino stipulati in corrispondenza di passività effettivamente dovute; II) non siano indicizzati ai parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al G7; III) prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività; IV) generino flussi di cassa diversi da quelli dovuti sul sottostante; V) implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio (*l'upfront*)

¹⁵⁷ FADEL, MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, op. cit., in www.diritto bancario.it dicembre 2008, gli A. osservano come “in una logica di raggiunta autonomia finanziaria, il decreto ha concesso la possibilità per gli enti territoriali di sottoscrivere contratti di interest swap; di essere “parte acquirente” in contratti di forward rate agreement, di interest rate cap e di interest rate collar; di concludere altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle fattispecie negoziali precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; nonché altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito. In quest’ultimo caso, e cioè laddove l’accesso alla finanza derivata risulti funzionale alla ristrutturazione del debito, la stipula di tali contratti è ammessa a condizione che i flussi con essi ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, a eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all’1% del nozionale della sottostante passività. Di fatto, le disposizioni riportate nel decreto tendono ad escludere il realizzarsi di condizioni che siano in grado di originare “profili crescente dei valori attuali”, tramite il divieto di posticipare le scadenze o di percepire elevate somme up-front e collegando, di fatto, l’operazione derivata e la posizione di mutuo sottostante le cui scadenze vengono a coincidere”.

da regolare al momento del perfezionamento, in misura, tuttavia, non superiore all'1 per cento del nozionale della sottostante passività.

Sotto il profilo soggettivo, le operazioni derivate sono consentite solo con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito (opportunamente certificato) e devono essere modulate in modo che l'esposizione verso ciascuna controparte non ecceda il 25 per cento dell'importo nominale complessivo¹⁵⁸.

Il regolamento ha, altresì, rafforzato i meccanismi di sorveglianza preventiva, inquadrandoli nell'ambito del più generale potere ministeriale di coordinamento finanziario. In particolare, l'art. 1, comma 1, prevede che gli enti territoriali comunichino al Dipartimento del Tesoro, entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre di ogni anno, i dati relativi all'utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accesi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, ai titoli obbligazionari emessi, alle operazioni di cartolarizzazione e, soprattutto, alle operazioni derivate concluse¹⁵⁹.

¹⁵⁸ GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, pg 395; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op.cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 6 ss; SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e Swap: responsabilità civile e penale*, Bologna 2009, 90 ss; FADEL, MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, op. cit., in www.dirittobancario.it dicembre 2008 COSSIGA, *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, op. cit., in *Fin. loc.*, 2008, 127; SCIANDRA, *I derivati degli enti locali : una rassegna delle informazioni su dimensioni e criticità*, op. cit., in *Riv. dir. fin.*, 2008, 415.

¹⁵⁹ L' Art. 3 D.M. 1.12.2003, n.389 recita "Operazioni in strumenti derivati 1. In caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, è fatto obbligo di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante «swap di tasso di cambio», inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti. 2. In aggiunta alle

1.4.- Circolare M.E.F del 27 maggio 2004- Titoli di spesa cartacei.

Nuove modalità di regolamento delle operazioni interbancarie

Un ulteriore rafforzamento dei vincoli nell'utilizzo dei derivati da parte di Regioni ed Enti locali si rinviene nella **circolare esplicativa adottata dal Ministero dell'economia e delle finanze in data 27 maggio 2004**. In particolare, è stato chiarito che I) il divieto di un profilo crescente dei valori attuali va riferito ai soli flussi di pagamento da parte dell'ente sottoscrittore ed è volto ad evitare che tali flussi vengano posticipati agli esercizi futuri, concentrando i maggiori oneri in

operazioni di cui al comma 1 del presente articolo e all'articolo 2 del presente decreto, sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate: a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti; b) acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura; c) acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito; d) acquisto di «collar» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implichino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività. 3. Le operazioni derivate sopra menzionate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute e possono essere indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati. 4. Al fine di contenere l'esposizione creditizia verso le controparti delle operazioni derivate di cui al presente articolo, è consentita la conclusione di contratti soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale. Qualora l'importo nominale delle operazioni derivate complessivamente poste in essere dall'ente territoriale interessato arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'ente dovrà progressivamente tendere, attraverso le operazioni successive all'entrata in vigore del presente decreto, a far sì che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate con ogni singola controparte non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere. 5. Le disposizioni contenute all'articolo 2 e al presente articolo si applicano, per le Regioni, fino all'emanazione di specifiche normative regionali. Sull'argomento in termini riassuntivi GIRINO, I contratti derivati, op. cit., Milano 2010, pg 395; COSSIGA, Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione, op. cit., in Fin. loc., 2008, 127.

prossimità della scadenza del derivato; II) l'eccezione relativa alla possibile erogazione di un *upfront* pari (al massimo) all'1 per cento del nozionale è stata prevista esclusivamente per consentire la ristrutturazione di passività in presenza di una variazione delle condizioni di mercato e, pertanto, si applica solo nell'ambito delle operazioni di *liability management*¹⁶⁰.

Inoltre, è stato precisato che l'adeguatezza del merito di credito degli intermediari finanziari implica il possesso, da parte dei medesimi, di un *rating* non inferiore a quello dell'ente negoziatore e, comunque,

¹⁶⁰ Consultabile al sito www.dt.tesoro.it. Sull'argomento si veda FRANCAVIGLIA, *Le problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati: nota ad indagine conoscitiva della Corte dei Conti del 3 marzo 2005*, in www.diritto.it, in cui l'A. evidenzia che "la circolare del M.E.F. del 27 maggio 2004 ha chiarito anche che l'avvalersi delle operazioni cap e collar, nell'ambito di contratti swap, è circoscritto al solo acquisto trattandosi di operazioni finalizzate in via esclusiva alla tutela del rialzo dei tassi di interesse, nonché ha dettato specifiche cautele nella scelta degli intermediari, che devono essere muniti di un rating adeguato e certificato da agenzie riconosciute a livello internazionale e che non possono assumere la veste di controparte per oltre il 25% dell'importo delle operazioni derivate poste in essere da un medesimo ente, qualora tale ultimo importo sia superiore ai 100 milioni di euro. Il richiamo alle norme del Regolamento Consob n°11522/1998 di cui agli artt. 25-31 ed all'allegato documento "sul rischio degli investimenti in strumenti derivati" ha lo scopo precipuo di richiamare l'attenzione degli enti in relazione alla loro attività in derivati". Vedasi Indagine sul fenomeno degli strumenti finanziari derivati nelle province e nei comuni del veneto a cura della Corte dei Conti, Sezione regionale di controllo per il Veneto, del 23.12.2010 in www.corteconti.it, in cui si legge "nella **Circolare esplicativa del 27 maggio 2004** il MEF ha precisato in proposito che "In considerazione del fatto che il rischio sul portafoglio dei titoli conferiti al fondo di ammortamento rimane comunque a totale carico dell'ente, ... la selezione degli emittenti dei suddetti titoli deve essere conforme allo spirito di riduzione del rischio creditizio". La prescrizione, in verità non chiarissima, fa riferimento al "rischio creditizio" assunto dall'ente territoriale (trattandosi, per l'appunto, di una norma a tutela degli enti territoriali) che, a fronte di un finanziamento ricevuto e ammortato a mezzo di uno swap o di un fondo, assume un rischio creditizio legato alla possibile insolvenza della controparte dello swap o che gestisce il fondo. Il canone selettivo della "riduzione del rischio creditizio" dovrebbe quindi implicare che i titoli obbligazionari oggetto di investimento siano emessi da emittenti, non solo di natura pubblica, ma che siano caratterizzati da un rischio di insolvenza inferiore, e certamente non superiore, a quello della controparte dell'operazione di ammortamento la quale, a sua volta, deve essere "contraddistinta da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale" ai sensi dell'art. 2, comma 1, del d.M. n. 389/2003. La circolare "raccomanda, inoltre, la massima trasparenza, nei contratti, sui criteri con i quali i titoli conferiti al fondo di ammortamento sono selezionati ed eventualmente sostituiti, attribuendo la massima attenzione al rating", criteri che devono essere conformi al suddetto "spirito di riduzione del rischio creditizio".

non inferiore al BBB/Baa/BBB rispettivamente per Standard's & Poor's, Moody's e Fitch¹⁶¹.

La circolare reca, infine, una speciale raccomandazione affinché gli enti territoriali facciano riferimento, nella loro attività in derivati, alle norme del Regolamento CONSOB n.11522/98 (ormai abrogato e sostituito dal regolamento Consob del 29 ottobre 2007, n.16190) e all'allegato documento sui rischi degli investimenti in strumenti derivati¹⁶².

¹⁶¹ Il rating dell'intermediario non deve essere inferiore a BBB/Baa/BBB (scale di valori che, rispettivamente, per Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings, costituiscono la soglia iniziale della categoria "investimento" al di sotto della quale- BB/Ba/BB - il merito di credito rientra nella categoria "speculativa") ed una sua variazione a seguito di *down-grading* al di sotto di tale valore-soglia nel corso della vita del contratto comporta l'obbligo di chiusura della posizione accesa (tale disposizione è motivata dal fatto che l'eventuale differenziale che si dovesse originare a favore dell'ente pubblico potrebbe essere percepito solo in caso di controparte solvibile).

¹⁶² L' abrogato art. 28 del Reg. CONSOB n.11522 del 1° luglio 1998 prevedeva che gli intermediari autorizzati, prima di dare avvio alla prestazione dei servizi di investimento, dovevano chiedere all'investitore notizie in merito alla sua esperienza nel settore, alla sua situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento e devono consegnargli il documento sui rischi generali, allegato al regolamento. La parte B del documento riguardava, specificamente, la rischiosità degli strumenti derivati, il cui apprezzamento da parte degli investitori è specialmente ostacolato dalla particolare complessità che li contraddistingue.

1.5.- Legge 27 dicembre 2006, n.296- Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2007)

Con la Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Legge Finanziaria per il 2007) si è nuovamente intervenuti sulla materia, introducendo ulteriori disposizioni in merito all'operatività in strumenti derivati . Infatti, il comma 736 e il comma 737 hanno integrato e rafforzato il quadro normativo già delineato dall'art. 41 della legge n.448 del 2001, stabilendo che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito ed alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato e possono essere concluse solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti. Obbiettivo dell'attività in strumenti derivati deve essere quello di conferire maggiore solidità al bilancio degli enti attraverso il contenimento del costo finale delle operazioni.

La stessa norma stabilisce poi l'obbligo per gli enti territoriali di trasmettere al Ministero dell'Economia i contratti con cui “ *..si pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati....prima della sottoscrizione dei contratti medesimi*” a pena di inefficacia; qualora il Ministero accerti la presenza di operazioni che risultino in violazione della normativa vigente ne dà

comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza¹⁶³

¹⁶³ ASTEGIANO, *I contratti di finanza derivata : l'intervento del legislatore e il consolidamento delle verifiche condotte dalla magistratura contabile*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2009,1,19; ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2008, 6,1; BELLESIA, *La contabilizzazione dei contratti di swap degli enti locali*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2008, 6, op. cit., 457; BARBERO E ASTEGIANO, *Enti locali: la rinegoziazione di un derivato equivale a un nuovo contratto*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2008, 5,414; BARBERO E ASTEGIANO, *Enti locali: un vademecum per i derivati*, op.cit., in *Aziendaitalia*, 2008, 5, 414; STROCCHIA *Gestione del debito tramite derivati*, op. cit., in *Aziendaitalia - Fin. e Trib.*, 2007, 7, 411.

1.6.- Legge 24 dicembre 2007, n.244 -Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Finanziaria 2008)

Il legislatore è nuovamente intervenuto sulla materia con la legge finanziaria per il 2008 (L. 24 dicembre 2007, n. 244, art. 1, c. 381 e ss.),¹⁶⁴ prevedendo che i contratti di strumenti derivati debbano essere informati alla massima trasparenza attraverso l'adozione di un apposito

¹⁶⁴ GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, pg 408; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op. cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 11; ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischio* op.cit., in *Azinedaitalia*, 2008,5,101; in cui si legge “ a seguito delle segnalazioni e del progressivo emergere di situazioni potenzialmente dannose per gli Enti territoriali, il legislatore con la legge finanziaria per il 2007 è intervenuto nuovamente nella materia dettando regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti e predisponendo un apposito procedimento di controllo. Ha stabilito che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati «devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato » e ha ribadito che operazioni di questo genere possono essere concluse «solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti » ⁽¹²⁾.L'esame della norma induce a ritenere che il Parlamento non sembra aver voluto introdurre nuovi vincoli, bensì elevare al rango legislativo, o meglio a quello di «principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione », alcuni dei criteri che erano stati previsti, in precedenza, in sede regolamentare ed amministrativa. A seguito delle segnalazioni e del progressivo emergere di situazioni potenzialmente dannose per gli Enti territoriali, il legislatore con la legge finanziaria per il 2007 è intervenuto nuovamente nella materia dettando regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti e predisponendo un apposito procedimento di controllo. Ha stabilito che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati «devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato » e ha ribadito che operazioni di questo genere possono essere concluse «solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti » ⁽¹²⁾.L'esame della norma induce a ritenere che il Parlamento non sembra aver voluto introdurre nuovi vincoli, bensì elevare al rango legislativo, o meglio a quello di «principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione », alcuni dei criteri che erano stati previsti, in precedenza, in sede regolamentare ed amministrativa. seguito delle segnalazioni e del progressivo emergere di situazioni potenzialmente dannose per gli Enti territoriali, il legislatore con la legge finanziaria per il 2007 è intervenuto nuovamente nella materia dettando regole maggiormente restrittive nell'utilizzo di tali strumenti e predisponendo un apposito procedimento di controllo.Ha stabilito che le operazioni di gestione del debito tramite utilizzo di strumenti derivati «devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato » e ha ribadito che operazioni di questo genere possono essere concluse «solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti » ⁽¹²⁾.L'esame della norma induce a ritenere che il Parlamento non sembra aver voluto introdurre nuovi vincoli, bensì elevare al rango legislativo, o meglio a quello di «principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica di cui agli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione », alcuni dei criteri che erano stati previsti, in precedenza, in sede regolamentare ed amministrativa”.

decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia, nonché l'attestazione espressa, da parte degli Enti Locali, di essere a conoscenza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati, con evidenza, in un'apposita nota allegata al bilancio, degli oneri e degli impegni finanziari complessivamente derivanti da tale utilizzo.

Sul punto pare interessante richiamare l'indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni, effettuata dalla 6° commissione del Senato, a seguito dell'audizione di alti dirigenti della Banca d'Italia¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Cfr. Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, *Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco al Senato della Repubblica del 8 luglio 2009, Commissione Finanza e Tesoro* reperibile in www.bancaditalia.it/interventi. Nella parte introduttiva della relazione pg. 5, si legge che "La gestione del debito deve essere finalizzata a ridurre gli oneri per la collettività tenuto conto dei rischi connessi con le operazioni effettuate. Gli strumenti finanziari derivati, ove correttamente utilizzati, possono contribuire a ridurre i rischi connessi con le operazioni di indebitamento degli enti e rendere più stabile il profilo degli oneri attesi. Per evitare comportamenti opportunistici nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati, volti per esempio a posticipare alcuni oneri a esercizi futuri, occorre una regolamentazione che, nel rispetto dell'autonomia degli enti, definisca principi e vincoli efficaci, in particolare riguardo alla tipologia delle operazioni consentite; occorre anche un attento monitoraggio che disincentivi i comportamenti elusivi. In sostanza, si tratta di completare la regolamentazione introdotta nel corso degli ultimi anni. Il ricorso a strumenti finanziari derivati comporta impegni per le finanze degli enti per periodi di tempo relativamente lunghi. Esso deve trovare adeguata rappresentazione contabile. Bilanci pubblici più trasparenti possono favorire una maggiore responsabilità degli enti e un più attento controllo delle loro politiche di indebitamento". Dalla lettura dei dati allegati alla suddetta indagine risulta che in Italia, nel 2009, il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti era uguale a circa 9.200 miliardi di euro. La gran parte dei derivati aveva come parametro di riferimento una variabile dei mercati finanziari (tassi d'interesse, tassi di cambio e altri indicatori finanziari), mentre risultava limitata l'operatività in derivati su credito. Con riguardo alle Amministrazioni locali, l'operatività in strumenti derivati alla fine del mese di marzo 2009 corrispondeva a un valore nozionale complessivo di circa 24,5 miliardi di euro, il 22,6% dell'ammontare del debito complessivo degli enti⁹. La quota di mercato dei primi tre gruppi bancari, in termini di valore nozionale, superava il 70%. Le Amministrazioni locali che hanno utilizzato derivati con controparti operanti in Italia erano 496 (di cui 13 Regioni, 28 Province e 440 Comuni); alla stessa data, avevano fatto ricorso a contratti in strumenti finanziari derivati anche 7 università, 3 enti del comparto sanitario

Secondo quanto si legge in questa relazione¹⁶⁶, le tre principali criticità nell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali italiane da cui si fa derivare l'ampio contenzioso che attualmente vede contrapposti gli enti locali ed alcuni importanti istituti bancari (su cui ci soffermeremo dettagliatamente nelle prossime pagine) sono :

a) *elevata complessità dei contratti*. I derivati sono strumenti finanziari complessi e la valutazione della loro convenienza e dei connessi profili di rischio richiede un **elevato livello di competenze in materia finanziaria**;

b) *opacità contabile*. L'attuale sistema di contabilità pubblica rende la rappresentazione dei contratti derivati nei bilanci molto opaca. Gli eventuali oneri futuri derivanti dalla sottoscrizione di questi contratti, infatti, non sono registrati nei bilanci pubblici e, conseguentemente, non

(ASL e Aziende ospedaliere), 3 comunità montane, una associazione teatrale e una società regionale operante nel settore della viabilità.

¹⁶⁶ Cfr. sempre Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni, *Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco al Senato della Repubblica del 8 luglio 2009, Commissione Finanza e Tesoro* reperibile in www.bancaditalia.it/interventi. Dalla lettura dei dati allegati alla suddetta indagine risulta che in Italia, nel 2009, il volume nozionale del complesso dei contratti derivati sottoscritti da banche operanti era uguale a circa 9.200 miliardi di euro. La gran parte dei derivati aveva come parametro di riferimento una variabile dei mercati finanziari (tassi d'interesse, tassi di cambio e altri indicatori finanziari), mentre risultava limitata l'operatività in derivati su credito. Con riguardo alle Amministrazioni locali, l'operatività in strumenti derivati alla fine del mese di marzo 2009 corrispondeva a un valore nozionale complessivo di circa 24,5 miliardi di euro, il 22,6% dell'ammontare del debito complessivo degli enti⁹. La quota di mercato dei primi tre gruppi bancari, in termini di valore nozionale, superava il 70%. Le Amministrazioni locali che hanno utilizzato derivati con controparti operanti in Italia erano 496 (di cui 13 Regioni, 28 Province e 440 Comuni); alla stessa data, avevano fatto ricorso a contratti in strumenti finanziari derivati anche 7 università, 3 enti del comparto sanitario (ASL e Aziende ospedaliere), 3 comunità montane, una associazione teatrale e una società regionale operante nel settore della viabilità.

hanno effetti sugli indicatori considerati dalle regole di bilancio in vigore. Il ricorso a strumenti derivati può quindi consentire all'ente di migliorare temporaneamente i propri conti a scapito degli esercizi futuri, su cui ricadrà l'onere di rimborso del debito; la trasparenza e la rappresentatività dei conti pubblici viene così notevolmente ridotta.

c) *possibilità di un utilizzo improprio*. I contratti finanziari derivati possono essere impropriamente impiegati per reperire risorse finanziarie aggiuntive se il contratto prevede che l'ente riceva un flusso netto di risorse nel periodo iniziale e sia un pagatore netto negli anni successivi. In tal caso, il derivato incorpora un finanziamento implicito dall'intermediario all'ente. In generale, una prevalenza di valori di mercato negativi rispetto a quelli positivi, indipendentemente dall'andamento dei tassi di mercato, potrebbe suggerire che alcuni enti abbiano utilizzato i derivati per reperire risorse finanziarie aggiuntive rispetto a quelle raccolte attraverso i canali di indebitamento tradizionali.

2.- Il divieto per gli Enti Pubblici Locali di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati

Da ultimo, il d.lg 25.5.2008, n.112 convertito nella legge 6.8.2008, n.133 ha posto – all’art. 62¹⁶⁷ - il **divieto** alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano ed agli enti locali di stipulare contratti

¹⁶⁷ L’art. 62 d.lg 25.6.2008, n.112 recita “Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali” 1. Le norme del presente articolo costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica e hanno il fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica ai sensi degli articoli 117, secondo comma, lettera e), e terzo comma, 119, secondo comma, e 120 della Costituzione. Le disposizioni del presente articolo costituiscono altresì norme di applicazione necessaria. 2. Alle regioni, alle province autonome di Trento e di Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. Per tali enti, la durata di una singola operazione di indebitamento, anche se consistente nella rinegoziazione di una passività esistente, non può essere superiore a trenta né inferiore a cinque anni. 3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa, con uno o più regolamenti da emanare ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, d'intesa, per i profili d'interesse regionale, con la Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e di Bolzano, individua la tipologia dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che gli enti di cui al comma 2 possono concludere, e indica le componenti derivate, implicite o esplicite, che gli stessi enti hanno facoltà di prevedere nei contratti di finanziamento. Al fine di assicurare la massima trasparenza dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati nonché delle clausole relative alle predette componenti derivate, il medesimo regolamento individua altresì le informazioni, rese in lingua italiana, che gli stessi devono contenere. 4. Ai fini della conclusione di un contratto relativo a strumenti finanziari derivati o di un contratto di finanziamento che include una componente derivata, il soggetto competente alla sottoscrizione del contratto per l'ente pubblico attesta per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi. 5. Il contratto relativo a strumenti finanziari derivati o il contratto di finanziamento che include una componente derivata, stipulato dagli enti di cui al comma 2 in violazione delle disposizioni previste dal regolamento emanato in attuazione del comma 3 o privo dell'attestazione di cui al comma 4, è nullo. La nullità può essere fatta valere solo dall'ente. 6. Agli enti di cui al comma 2 è fatto divieto di stipulare, fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati. Resta ferma la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura. 7. Fermo restando quanto previsto in termini di comunicazione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 41, commi 2-bis e 2-ter, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, il Ministero dell'economia e delle finanze trasmette altresì mensilmente alla Corte dei conti copia della documentazione ricevuta in relazione ai contratti stipulati di cui al comma 3. 8. Gli enti di cui al comma 2 allegano al bilancio di previsione e al bilancio consuntivo una nota informativa che evidenzia gli oneri e gli impegni finanziari, rispettivamente stimati e sostenuti, derivanti da contratti relativi a strumenti finanziari derivati o da contratti di finanziamento che includono una componente derivata..”.

relativi a strumenti finanziari derivati sino all'entrata in vigore dell'apposito regolamento da emanarsi dal Ministero dell'economia e delle finanze e, comunque, per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del decreto legge¹⁶⁸.

Attenuando la rigidità della precedente formulazione, l'art. 62 consente però agli enti di ristrutturare il contratto derivato a seguito di una intervenuta modifica della passività sottostante cui il derivato accede, al fine di mantenere la corrispondenza finanziaria tra le due operazioni. Prevede altresì la trasmissione mensile da parte del Ministero dell'economia e delle finanze alla Corte dei conti di copia della documentazione afferente i derivati trasmessa dagli enti e acquisita dal Ministero ai sensi dell'art. 41, commi 2 bis e 2 ter della l. 28.12.2001 n. 448.

Nello stesso articolo, inoltre, sono state inserite ulteriori limitazioni all'attività in derivati sia di enti locali che di regioni, tra cui di particolare impatto appaiono il previsto divieto di effettuare rinegoziazioni o operazioni di nuovo indebitamento per scadenze eccedenti i 30 anni nonché l'obbligo di emettere titoli obbligazionari

¹⁶⁸ Sull'argomento vedasi in termini esemplificativi GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 409 ss; STROCCHIA, *Modalità di contabilizzazione delle operazioni in derivati su tassi di interesse*, in *AziendaItalia- Fin.eTrib.*, 2009, 4,199, per l'A. "attualmente, pertanto, pur di fronte ad una maggior organicità delle disposizioni relative, ora così trasposte nel novellato art. 62, rimangono tuttavia le problematiche relative alle condizioni di ammissibilità delle tipologie e delle caratteristiche degli strumenti derivati consentiti. Permangono comunque immutate tutte le problematiche relative alle modalità della loro contabilizzazione e della conseguente rappresentazione nei bilanci, mentre le soluzioni inerenti vengono ad assumere grande rilevanza per gli stessi equilibri degli enti locali interessati"; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 11 ss; ANCILLOTTI, *Le modifiche al patto di stabilità interno e le conseguenze sugli aspetti gestionali*, in *Giorn. di diritto amm.*, 2009, 356 ss.

esclusivamente con rimborso mediante piani di ammortamento (non più, quindi, titoli bullet)¹⁶⁹.

La predetta normativa è stata oggetto di una recente decisione della Corte Costituzionale¹⁷⁰, dopo che alcune regioni (Calabria e Veneto) avevano sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 62, commi 3° e 6°, sul presupposto che il divieto di stipulazione contrasterebbe con l'ultimo comma dell'art. 119 Cost., che consente «il ricorso all'indebitamento (senza limitazione alcuna, quanto agli strumenti utilizzabili) per spese di investimento», mentre la norma in esame precluderebbe in radice l'accesso al credito anche per tale finalità. Secondo le Regioni ricorrenti sarebbero stati violati gli artt. 97 e 118 della Costituzione. Infatti, l'astratta e generale previsione legislativa statale di divieto di determinate tipologie contrattuali impedirebbe la valutazione «delle peculiarità delle singole Regioni», in contrasto con il «puntuale apprezzamento delle esigenze dell'amministrazione regionale, sottesa al principio del buon andamento della pubblica

¹⁶⁹ PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op.cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 6 ss; TRUDU, *Derivati negli enti locali: ancora un restyling normativo*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2009, 3, 117. L'A. compie una disamina dell'evoluzione normativa in materia, evidenziando che *“il prestito obbligazionario o di altro genere che prevede il rimborso del capitale in un'unica soluzione è definitivamente vietato. Si ricorda che lo stesso era stato introdotto con l'art. 41, c. 2, della legge n. 448/2001 e prevedeva come garanzia collaterale la previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito, o la previa conclusione di uno swap per l'ammortamento del debito. In relazione a ciò si evidenzia come in tal modo venga definitivamente stralciato dall'ordinamento uno strumento utile (se usato con competenza) che non è stato certamente tra quelli maggiormente forieri delle difficoltà finanziarie degli enti locali. Sulla questione la Corte dei conti era intervenuta più volte auspicando cautele e una normativa più incisiva sulla gestione dei fondi di ammortamento creati a margine delle emissioni, ma mai auspicando l'eliminazione dello strumento dalle tipologie di indebitamento degli enti”*.

¹⁷⁰ Corte Costituzionale, sentenza 18 febbraio 2010, n.52 in *I Contratti*, 2010, 1109.

amministrazione».

Inoltre, la norma in questione determinerebbe «una diretta invasione nel dominio dell'amministrazione regionale, che l'art. 118 Cost. riserva alle Regioni stesse»¹⁷¹.

La Corte Costituzionale ha sostanzialmente rigettato i ricorsi presentati dalle Regioni, affermando che *“la disciplina introdotta con le disposizioni del censurato art. 62 è diretta a contenere l'esposizione delle Regioni e degli altri enti locali territoriali a indebitamenti che, per il rischio che comportano, possono esporre le rispettive finanze ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione dei relativi contratti aventi ad oggetto i cosiddetti derivati finanziari”*¹⁷².

¹⁷¹ Si legge nella premessa in fatto della sentenza della Corte Costituzionale: *“In particolare, con riferimento al divieto temporaneo di stipulazione dei contratti in esame, posto dal nuovo comma 3 dell'art. 62, si assume che tale norma violerebbe gli artt. 97, 117, 118 e 119 della Costituzione. Sul punto, viene richiamata la sentenza n. 376 del 2003 di questa Corte, la quale ha affermato che «la disciplina delle condizioni e dei limiti di accesso degli enti territoriali al mercato dei capitali rientra principalmente nell'ambito di quel “coordinamento della finanza pubblica”, che l'art. 117, terzo comma, della Costituzione attribuisce alla potestà legislativa concorrente delle Regioni». Viene riportato, inoltre, il passo della motivazione in cui si afferma che i poteri di coordinamento «devono essere configurati in modo consono all'esistenza di sfere di autonomia, costituzionalmente garantite, rispetto a cui l'azione di coordinamento non può mai eccedere i limiti, al di là dei quali si trasformerebbe in attività di direzione o in indebito condizionamento dell'attività degli enti autonomi». Inoltre, si rileva come il divieto di stipulazione contrasterebbe con l'ultimo comma dell'art. 119 Cost., che consente «il ricorso all'indebitamento (senza limitazione alcuna, quanto agli strumenti utilizzabili) per spese di investimento», mentre la norma in esame preclude in radice l'accesso al credito anche per tale finalità. Sarebbero, poi, violati gli artt. 97 e 118 della Costituzione. Infatti, l'astratta e generale previsione legislativa statale di divieto di determinate tipologie contrattuali impedirebbe la valutazione «delle peculiarità delle singole Regioni», in contrasto con il «puntuale apprezzamento delle esigenze dell'amministrazione regionale, sottesa al principio del buon andamento della pubblica amministrazione». Inoltre, la norma in questione determinerebbe «una diretta invasione nel dominio dell'amministrazione regionale, che l'art. 118 Cost. riserva alle Regioni stesse”*.

¹⁷² Vedasi CHINNI, *La Corte, i presupposti del decreto-legge e le tortuose vie per il sindacato. Riflessioni a margine della sentenza n. 52/2010*, in *Giur. It.*, 2011,2; SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 18; GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 1,35; BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, in *I Contratti* 2010, 1118 ss. l'A. osserva

La Consulta ha altresì osservato che le norme statali che fissano limiti alla spese di enti pubblici regionali sono espressione della finalità di coordinamento finanziario. Il legislatore statale può, dunque, legittimamente imporre alle Regioni vincoli alla spesa corrente per assicurare l'equilibrio unitario della finanza pubblica complessiva, in connessione con il perseguimento di obbiettivi nazionali, condizionati anche da obblighi comunitari¹⁷³.

“in effetti - come pure la Corte costituzionale evidenzia in motivazione - i contratti del mercato sono tendenzialmente orientati verso discipline imperative, che, non senza paradossi, volendo proteggere l'autonomia privata, e la sua libera e consapevole esplicazione, la limitano fortemente, imbrigliandola con procedimenti tendenzialmente rigidi, rimedi che derogano a principi generali, nullità protettive, obblighi informativi, forme protettive e così via. Una protezione che ripugna deroghe, e che necessita di una rete normativa uniforme su tutto il territorio nazionale, proiettata, peraltro, verso una dimensione sopranazionale fatta da un sistema di regole che, sovente, sono quasi identiche sul territorio dell'Unione europea. La debolezza contrattuale, dunque, deve essere oggetto di un sistema protettivo identico su tutto il territorio nazionale, che tocca allo Stato predisporre e disciplinare e dal quale le Regioni, tendenzialmente, debbono rimanere fuori”; LUBERTI, Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali, in Giur. it., 2010, 10, l'A. osserva come “Nel concordare con la soluzione offerta dalla Corte, può osservarsi che essa non si pronuncia (se non sulla disciplina transitoria), né avrebbe potuto farlo, in ordine alla ragionevolezza nel merito della soluzione offerta dal legislatore. Per quanto legittimata dalle riferite norme costituzionali, la soluzione proposta non appare tuttavia esente da pecche in quanto non distingue tra enti “virtuosi” e “reprobi”, precludendo anche ai primi la possibilità di porre in essere operazioni di ristrutturazione del debito, agendo sul piano del divieto anziché su quello della responsabilità. In realtà, può addirittura porsi il problema se una disciplina specifica per gli enti pubblici non si disveli ormai superflua, considerando che le nuove cautele previste dalla Mifid e dalle relative norme di attuazione sembrerebbero avere ormai cauterizzato i rischi connessi con la stipulazione di contratti derivati da parte di enti pubblici (risultando poi possibile una commistione tra i due profili regolamentari attribuiti al Ministero dell'economia). Non del tutto condivisibile pare, poi, la previsione di una nullità relativa a favore degli enti. Negli ultimi anni tale figura giuridica sembra avere incontrato notevole successo nel legislatore: tuttavia, ciò che lascia perplessi è che, nel caso di specie, sia stata individuata una conseguenza pregiudizievole sull'assetto contrattuale già raggiunto, in massima parte discendente da un comportamento colposo di un soggetto (l'ente pubblico) in astratto difficilmente collocabile nell'ambito dei soggetti “deboli”. Inoltre tale conseguenza si pone in apparente contrasto con la più recente evoluzione della giurisprudenza amministrativa e della disciplina di settore che nei contratti pubblici hanno fortemente limitato il “privilegio” dell'annullabilità del contratto stipulato in violazione delle norme sull'evidenza pubblica, come tale azionabile solo da parte dell'amministrazione”.

¹⁷³ Per la Corte Costituzionale (sentenza 18.2.2010, n.52) “pur affermando che le misure statali non devono prevedere in modo esaustivo strumenti o modalità per il perseguimento dei suddetti obbiettivi (sentenza n. 289 del 2008), si è chiarito che possono essere ricondotte nell'ambito del principio di coordinamento della finanza pubblica «norme puntuali adottate dal legislatore per realizzare in concreto la finalità del coordinamento finanziario, che per sua natura eccede le possibilità di intervento dei livelli territoriali sub-statali» (sentenza n.237 del 2009 e già sentenza n. 417 del

Ciò in quanto è innegabile che i derivati finanziari scontino un evidente rischio di mercato, non preventivamente calcolabile, ed esponano gli enti pubblici ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione del contratto, utilizzando per l'operazione un contratto con caratteristiche fortemente aleatorie per le finanze dell'ente. Il legislatore ha ritenuto che la stipula di contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, implicando l'assunzione di rischi elevati, dato il loro carattere intrinsecamente aleatorio, non possa essere qualificata quale attività di investimento.

Secondo i giudici della Corte Costituzionale accanto alla finalità di tutela del mercato e della sua stabilità, l'art. 62 cit. persegue anche l'obiettivo di tutelare gli enti territoriali, come soggetti i quali, per la loro non specifica esperienza e competenza, operano sul mercato mobiliare assumendo la veste di parte debole del contratto. Sotto questo profilo, la normativa statale ha una diretta incidenza sull'ordinamento civilistico, che è ancora materia di competenza esclusiva statale, secondo l'art. 117,

2005). Deve, pertanto, ritenersi che la disciplina dei derivati finanziari si collochi alla confluenza di un insieme di materie, vale a dire quelle relative «ai mercati finanziari», all'«ordinamento civile» e al «coordinamento della finanza pubblica»: le prime due di competenza esclusiva dello Stato e l'ultima di competenza concorrente. In questi casi la giurisprudenza costituzionale, mancando un meccanismo di composizione delle interferenze previsto dalla Costituzione, utilizza normalmente il criterio della prevalenza, il quale presuppone l'inquadramento nell'ambito materiale cui è riconducibile il nucleo essenziale delle norme censurate (da ultimo, sentenza n. 339 del 2009). Applicando tale criterio per la risoluzione della presente controversia deve rilevarsi, alla luce di quanto sin qui esposto, come la finalità principale della normativa statale in esame sia rappresentata dalla tutela del risparmio e dei mercati finanziari, nonché dalla disciplina di rapporti privatistici e dei connessi rimedi azionabili in caso di violazione delle disposizioni disciplinatrici del settore”.

comma 2°, lett. l)¹⁷⁴.

La finalità di tutelare la parte debole del rapporto è sottesa alla intera disciplina, benché, secondo la Corte, ciò emerga con particolare evidenza non già dai commi 3° e 6°, oggetto dell'impugnativa, bensì dai commi 4° e 5°.

Successivamente l'art. 62 è stato interamente sostituito dall'art. 3, co. 1°, della L. 22 dicembre 2008, n. 203 (Finanziaria 2009). La norma apre con un'affermazione di principio, laddove si statuisce espressamente che le disposizioni che seguono costituiscono principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ed hanno il fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica ai sensi degli articoli 117, co. 2°, lettera e), e co. 3°, 119 co. 2°, e 120 della Costituzione¹⁷⁵.

¹⁷⁴ BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, op cit., in *I Contratti* 2010, 1120 ss., l'A. rileva come "le pubbliche amministrazioni che sono trattate sempre come parti forti, sia nei confronti dei contraenti deboli più tipici (consumatori ed utenti), sia nei confronti dei cittadini in generale destinati all'attività politica provvedimentale, che, infine, nei confronti di altre parti forti (come accade nella disciplina sui ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali)...nella Finanziaria per il 2009 questa prospettiva viene rovesciata: quando le Pubbliche amministrazioni operano in qualità di acquirenti di derivati finanziari, assumono la veste di "cliente" (debole e) bisognoso di protezione, proprio in quanto, com'è stato recentemente scritto «outsider rispetto alla prestazione stessa, che rientra nella sfera di dominio e controllo tecnico-economico del fornitore». La Pubblica amministrazione, in questo specifico ambito, da lupo diventa agnello, e la sua debolezza non è più un fenomeno (esistente ma) estraneo al diritto - o, al limite, protetto dalla disciplina generale sul contratto - ma diventa oggetto di specifica disciplina che, senza troppe difficoltà, può essere ascritta a quell'insieme di disposizioni che mirano a proteggere il cliente nel senso più ampio del termine, nel quadro di una dialettica che tende a superare il dualismo professionista vs consumatore per accogliere quello - dai confini soggettivi assai più ampi - di fornitore vs cliente".

¹⁷⁵ Il principio di leale collaborazione comporta quindi che, in relazione alla «armonizzazione dei bilanci pubblici e coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario», spetta allo Stato la determinazione dei principi fondamentali, mentre le specifiche modalità attuative devono essere disciplinate in modo tale da non ledere le prerogative regionali. Per una applicazione cfr. Corte cost., 24.07. 2009, n. 237, in *Foro It.*, 2010, I, 713, secondo cui «nel caso in cui una normativa interferisca con più materie attribuite dalla Costituzione,

Con tale legge la prospettiva cambia. L'uso dei contratti derivati è consentito, ma è sottoposto a numerose cautele. In particolare, il rispetto delle norme regolamentari da emanarsi ai sensi della legge n.400 del 1988, sentite la Banca di Italia e la Consob e d'intesa, per i profili di interesse regionale con la Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le Regioni e le Province autonome di Trento e Bolzano, con le quali saranno individuate le tipologie degli strumenti finanziari derivati che possono essere stipulati dagli enti interessati. Inoltre, sempre il

*da un lato, alla potestà legislativa statale e, dall'altro, a quella concorrente o residuale delle regioni, occorre individuare l'ambito materiale che possa considerarsi nei singoli casi prevalente. E, qualora non sia individuabile un ambito materiale che presenti tali caratteristiche, la suddetta concorrenza di competenze, in assenza di criteri contemplati in Costituzione, giustifica l'applicazione del principio di leale collaborazione, il quale deve, in ogni caso, permeare di sé i rapporti tra lo Stato e il sistema delle autonomie. Da ciò consegue che una disposizione statale di principio, adottata in materia di legislazione concorrente, quale quella del coordinamento della finanza pubblica, può incidere su una o più materie di competenza regionale, anche di tipo residuale, e determinare una, sia pure parziale, compressione degli spazi entro cui possono esercitarsi le competenze legislative e amministrative delle regioni». Tale principio trova ora riconoscimento nella L. 31 dicembre 2009, n. 196, nonché nella L. 5 maggio 2009, n. 42, contenente delega al Governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'art. 119 Cost. Sull'armonia del sistema tributario cfr. Corte cost., 15.04.2008, n. 102, in *Giur. It.*, 2009, 47, che ha dichiarato illegittime le previsioni di alcune imposte speciali nella Regione Sardegna ribadendo, sia pure *in obiter dictum* stante il dato che si trattava di Regione a statuto speciale, la tesi per cui i «principi di coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario», di cui anche al comma 2 dell'art. 119, dovrebbero essere espressamente indicati dal legislatore (e tale orientamento dovrebbe valere anche per le norme di finanza pubblica: cfr ancora Corte cost., 26.01.2004, n. 37, in *Foro It.*, 2005, 1666, secondo cui «l'attuazione di questo disegno costituzionale richiede però come necessaria premessa l'intervento del legislatore statale, il quale, al fine di coordinare l'insieme della finanza pubblica, dovrà non solo fissare i principi cui i legislatori regionali dovranno attenersi, ma anche determinare le grandi linee dell'intero sistema tributario, e definire gli spazi e i limiti entro i quali potrà esplicarsi la potestà impositiva, rispettivamente, di Stato, regioni ed enti locali. È evidente come ciò richieda altresì la definizione di una disciplina transitoria che consenta l'ordinato passaggio dall'attuale sistema, caratterizzato dalla permanenza di una finanza regionale e locale ancora in non piccola parte "derivata", cioè dipendente dal bilancio statale, e da una disciplina statale unitaria di tutti i tributi, con limitate possibilità riconosciute a regioni ed enti locali di effettuare autonome scelte, ad un nuovo sistema. Così che oggi non si danno ancora, se non in limiti ristrettissimi, tributi che possano definirsi a pieno titolo "propri" delle regioni o degli enti locali»). In relazione a tale aspetto, la giurisprudenza della Corte, mentre ha riconosciuto la piena legittimità della partecipazione delle Regioni agli obiettivi di finanza pubblica, anche in relazione al Patto di stabilità e crescita, ha, per contro, stigmatizzato le previsioni che determinassero un'ingiustificata lesione delle attribuzioni regionali (*ex plurimis* sent. 13.12.2004, n. 380, in *Giur. Cost.*, 2004, 4184 in materia di blocchi delle assunzioni).*

regolamento, dovrà disciplinare le informazioni e le clausole che i contratti stipulati devono necessariamente contenere¹⁷⁶.

La predetta legge n.203/2008 ha previsto altresì che agli enti che operino in finanza strutturata è fatto obbligo, in sede di approvazione del bilancio, di allegare una nota informativa ove vengano evidenziati gli oneri presunti ed effettivamente sostenuti conseguenti ad operazioni in derivati. Disposizione molto importante è quella che dispone testualmente che le somme ricevute dagli enti a titolo di *upfront* vanno considerate indebitamento a tutti gli effetti¹⁷⁷.

Come tali, innanzitutto sono soggette ai limiti imposti dal Patto di stabilità interno, ma soprattutto sono soggette al vincolo di destinazione di cui all'art. 119, ultimo comma, Costituzione¹⁷⁸.

Orbene, il legislatore nazionale, preoccupato dalle prassi operative distorte e dei danni causati alle casse degli enti da un uso

¹⁷⁶ Cfr. CHINNI, *La Corte, i presupposti del decreto-legge e le tortuose vie per il sindacato. Riflessioni a margine della sentenza n. 52/2010*, op. cit., in *Giur. It.*, 2011,2; BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, op. cit., in *I Contratti* 2010, 1118 ss.; LUBERTI, *Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali*, op. cit., in *Giur. it.*, 2010,10.

¹⁷⁷ BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, op. cit., in *I Contratti* 2010, 1121 ss; CORTESE, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, op. cit., in *Giornale di dir. amm.*, 2012, 4,394.

¹⁷⁸ PINELLI, *Patto di stabilità interno e finanza regionale*, op. cit., in *Giur. cost.*, 2004, 497; GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2011, 1,35.; BISIO E NICOLAI, *Patto di Stabilità e federalismo fiscale – Regole per il 2010 e proposte per il futuro*, Maggioli Editore, 2010, 1 ss.; BRUGNANO, RAPALLINI, *I patti di stabilità interni: una verifica con i dati dei certificati dei conti consuntivi*, in *Economia Pubblica* 1-2/2009, pp. 57-89. Cfr. CECERE, *La cedevolezza da eccezione a regola*, in *Quad. Cost.* 2003, 631 ss.; CARAVITA DI TORRITTO, *La Costituzione dopo la riforma del titolo V: Stato, Regioni ed autonomie fra Repubblica ed Unione Europea*, Torino, 2002; FALCON, *Modello e transizione nel nuovo titolo V della parte II della Costituzione*, in *Le Regioni*, 2001, 1254.

troppo disinvolto degli strumenti di finanza derivata, come sarà meglio illustrato nel prosieguo della trattazione, ha adottato una stringente e rigorosa disciplina di principio demandando poi a fonti regolamentari governative l'adozione delle norme attuative di dettaglio¹⁷⁹.

¹⁷⁹ SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 18.

2.1. Lo schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, come sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203- teso ad individuare la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati che possono essere conclusi dalle regioni, dalle province autonome di Trento e Bolzano, dagli enti locali di cui all'articolo 2 del d.lgs 18 agosto 2000, n. 267, di consorzi tra enti territoriali e di Regioni.

In attuazione di quanto previsto dalla legge finanziaria 2009 (L.n.203/2008), il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha licenziato uno schema di regolamento non ancora approvato.

L'art.2 dello schema di regolamento definisce le operazioni ammesse, restringendo le stesse agli *interest rate swap, forward rate agreement, interest rate cap, interest rate collar*.

Il comma 3 dello stesso articolo precisa i requisiti che le predette operazioni debbono avere: *“Le operazioni in derivati di cui al presente regolamento: a) sono effettuate nell'ambito della gestione delle passività dell'ente ed esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute; b) sono prive di ulteriori componenti derivate, incluse eventuali modifiche nella struttura dei flussi di cassa pagati o ricevuti dall'ente subordinatamente all'estinzione anticipata dell'operazione medesima; c) non prevedono, a carico dell'ente, tassi di interesse predeterminati in maniera crescente; d) non prevedono una scadenza successiva a quella della passività*

sottostante; e) prevedono che i flussi pagati dagli enti siano indicizzati esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area euro, mentre i flussi ricevuti dagli stessi replichino quelli pagati nella passività finanziaria sottostante"¹⁸⁰.

¹⁸⁰ Per un ampio commento vedasi GIRINO, *I contratti*, op. cit., Milano 2010, 415 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca. borsa tit. cred.*, 2011, II, 18. Cfr. inoltre le osservazioni allo schema di regolamento reperibili sul sito www.dt.tesoro.it, in base alla Procedura di consultazione svolta dalle Direzioni II e IV del Dipartimento del Tesoro sull'attuazione dell'articolo 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n.112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, come sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203. Il Dipartimento del Tesoro ha predisposto un documento di consultazione finalizzato a raccogliere i contributi e le osservazioni dei soggetti interessati che potranno essere inviate al seguente indirizzo e-mail. In particolare vedasi le osservazioni presentate dall'Associazione Bancaria Italiana e dall'ANCI (Associazione nazionale comuni italiani) per la quale "lo schema di regolamento, pur rappresentando un passo avanti rispetto alla situazione normativa precedente, affronta ancora in maniera parziale il problema. Più esplicitamente, se il fine è consentire l'utilizzo dei prodotti derivati nei casi in cui rappresentino una "convenienza economica" per l'Ente, una valutazione del raggiungimento di tale fine è costituita da due aspetti inscindibili: i) il costo da sostenere nei confronti dell'intermediario per la sottoscrizione del contratto; ii) l'efficacia del contratto rispetto al raggiungimento dei fini economici dell'Ente. Per quanto riguarda il costo da sostenere nei confronti dell'intermediario per la sottoscrizione del contratto, il concetto di fair value cui si fa riferimento nel testo non tiene conto del fatto che in contratti over-the-counter (come sono tutti quelli oggetto del provvedimento) tale concetto non può prescindere dalla valutazione del rischio di controparte caricato dalla banca e delle commissioni. Non richiedere che queste componenti di valore siano dichiarate e quantificate esplicitamente dall'intermediario significa continuare ad accettare che tali componenti di costo siano di fatto nascoste nei termini del contratto. In questo modo le commissioni e i costi imposti dai diversi intermediari non saranno espliciti, con la conseguenza di non consentire un confronto tra i diversi intermediari che li metta in concorrenza tra loro. Per quanto riguarda l'efficacia dell'utilizzo dei derivati, la normativa attinge alla metodologia di analisi quantitativa proposta dalla Consob e in via di applicazione ad altre forme di investimento. La scelta operata appare limitativa rispetto alle metodologie esistenti, in quanto da sola non sembra centrare l'obiettivo di fornire agli enti uno strumento di comprensione del funzionamento delle operazioni in derivati e dei rischi insiti in questa tipologia di operazioni. Si rileva che il metodo utilizzato di presentare gli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio strutturato a confronto con quelli del portafoglio iniziale non sembra a prima vista rispondere agli obiettivi perseguiti, non essendo le finalità di copertura sottese alle operazioni degli enti locali così linearmente esprimibili in termini di semplici probabilità di successo o meno dell'operazione, alla stregua di operazioni di investimento quali assolutamente non sono. Gli scenari presentati inoltre non tengono conto in alcun modo della situazione complessiva di portafoglio dell'amministrazione interessata, che può fortemente influenzare l'effettuazione dell'operazione che viene valutata, ad esempio perché questa si trova fortemente sbilanciata verso l'una o l'altra tipologia di indebitamento. Sarebbe senz'altro più utile prevedere anche che l'effettuazione delle operazioni fosse preceduta da un'analisi della situazione debitoria complessiva, dalla quale emerga l'opportunità di operazioni di gestione, accompagnata da analisi di sensitività delle strutture proposte, implementate da scenari deterministici legati agli effetti delle variazioni delle condizioni del mercato dei tassi sull'operazione in derivati e sull'intera situazione debitoria dell'ente, al fine di evidenziare l'utilità o meno della sottoscrizione del contratto nell'attività di gestione delle passività finanziarie. Infine, per quanto

Da ultimo, il comma 4° dell'articolo in esame richiede che la controparte presenti requisiti di particolare affidabilità: *“Le operazioni in derivati sono concluse dagli enti con intermediari che hanno un rating rilasciato da un'agenzia di rilievo internazionale riconosciuta come ECAI dalla Banca d'Italia e associato a una classe non inferiore a due della scala di valutazione del merito di credito prevista dalla direttiva 2006/48/CE sulla base del mapping concordato dalle Autorità di vigilanza bancaria dell'Unione Europea”*.

Sul punto, è stato però osservato che il *rating* rilasciato dalle Agenzie Internazionali può non rappresentare, da solo, un adeguato sistema di valutazione del merito di credito degli intermediari. Le vicende italiane di qualche tempo fa, unitamente a quelle internazionali recenti e non, ne sono la dimostrazione (bond argentini, Cirio, Parmalat, Enron, Worldcom e Lehman Brothers)¹⁸¹.

Secondo alcuni osservatori, sarebbe opportuno che accanto a questa scala di misurazione si affiancasse la valutazione dei CDS (Credit Default Swap) che rappresentano i reali parametri di rischio di

riguarda le limitazioni che il regolamento impone circa l'utilizzo dei derivati, appare una certa dissonanza tra la scelta di delimitare le tipologie di prodotto derivato che possono essere sottoscritte dall'Ente e il fatto che in tutto lo schema di regolamento non si faccia mai riferimento al principio che l'Ente debba utilizzare i derivati per fini di copertura e gestione del debito e non di speculazione, non essendo sufficiente la limitazione delle tipologie per realizzare l'obiettivo di diminuire il rischio nell'utilizzo di tali prodotti”.

¹⁸¹ Vedasi ancora le osservazioni sul sito www.dt.tesoro.it in base alla Procedura di consultazione svolta dalle Direzioni II e IV del Dipartimento del Tesoro sull'attuazione dell'articolo 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n.112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, come sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203. Il Dipartimento del Tesoro ha predisposto un documento di consultazione finalizzato a raccogliere i contributi e le osservazioni dei soggetti interessati che potranno essere inviate al seguente indirizzo e-mail. In particolare vedasi le osservazioni presentate dall'ABI, dall'Assofinance, dallo Studio legale Bonelli Erere Pappalardo, e dallo studio Allen & Overy.

insolvenza impiegati a livello globale dal sistema bancario e che sono più aderenti alla realtà della *reference entity*¹⁸².

Importante è anche l'art. 3 dello schema di regolamento laddove prescrive i contenuti informativi che il contratto deve possedere. In particolare, lo stesso deve essere redatto in lingua italiana e contenere la descrizione analitica degli elementi di base nei quali è scomponibile il portafoglio finanziario strutturato, indicando, per ciascun elemento, se lo stesso rientra nella passività finanziaria sottostante ovvero nelle eventuali operazioni già stipulate su tale passività ovvero nell'operazione in derivati definita nel contratto. La descrizione deve contenere anche la rappresentazione, in forma sia numerica che grafica, dei risultati delle simulazioni numeriche che identificano il costo implicito dell'operazione in derivati. Inoltre, è previsto a carico dell'intermediario finanziario l'obbligo di comunicare per iscritto all'ente, almeno trimestralmente, il valore equo ed il costo implicito dell'operazione in derivati¹⁸³.

¹⁸² GIRINO, *I contratti*, op. cit., Milano 2010, 420.

¹⁸³ Articolo 3 : “*Informativa finalizzata alla trasparenza dei contratti*” stabilisce che “1. Le operazioni in derivati sono informate alla massima trasparenza. I contratti comprendono un allegato redatto in lingua italiana, che ne costituisce parte integrante, contenente le seguenti informazioni: a) gli elementi indicati nelle lettere da c) a m) dell'articolo 1, comma 3, come definiti nel medesimo comma; b) indicazione esplicita del valore equo alla data di sottoscrizione; c) descrizione analitica degli elementi di base nei quali è scomponibile il portafoglio finanziario strutturato, indicando, per ciascun elemento, se lo stesso rientra nella passività finanziaria sottostante ovvero nelle eventuali operazioni già stipulate su tale passività ovvero nell'operazione in derivati definita nel contratto. La descrizione deve contenere anche le informazioni necessarie alla determinazione dell'informativa di cui alla successiva lettera d); d) rappresentazione, in forma sia numerica che grafica, dei risultati delle simulazioni numeriche che identificano il costo implicito dell'operazione in derivati. 2. L'informativa di cui al comma 1 è resa in conformità alle istruzioni metodologiche allegate al presente regolamento. 3. L'allegato di cui al comma 1 contiene altresì la dichiarazione con la quale l'intermediario

Il successivo articolo 4 del predetto schema di regolamento prevede ancora che, in calce al contratto relativo all'operazione in derivati, sia **riportata una dichiarazione con la quale la persona incaricata della sottoscrizione, in nome e per conto dell'ente, attesti che ha pienamente compreso le caratteristiche dell'operazione, incluse la tipologia e il contenuto dell'informativa di cui all'articolo 3, comma 1.**¹⁸⁴

L'art. 5 si limita a ribadire la nullità (relativa), già sancita per legge, del contratto nel caso in cui questo violi le disposizioni del cit. art.2 commi 1,2, e 3 relativi alle operazioni ammesse e alle condizioni di ammissibilità'.

finanziario si impegna a comunicare per iscritto all'ente, almeno trimestralmente, il valore equo ed il costo implicito dell'operazione in derivati".

¹⁸⁴ Si vedano le osservazioni presentate dall'ABI consultabile sul sito www.dt.tesoro.it, sull'articolo 4, secondo l'ABI "il riferimento alla piena comprensione del contenuto dell'informativa di cui all'articolo 3, laddove tale informativa contenga i risultati di simulazioni su scenari probabilistici, appare in linea teorica coerente solo laddove l'intermediario fornisca anche una completa disclosure delle ipotesi e della metodologia alla base delle simulazioni. Di fatto, però, tenuto conto dell'elevato livello di complessità sottostante a tale metodologia, si ritiene ragionevolmente probabile che insorgano difficoltà nella comprensione dei risultati evidenziati e, quindi, nel procedere alla sottoscrizione della suddetta dichiarazione. Si ritiene, peraltro, che anche qualora tale dichiarazione fosse rilasciata, essa non costituirebbe un significativo elemento di tutela per l'Ente. Sempre al fine di conferire maggiore certezza agli Enti e agli intermediari e ad evitare incertezze procedurali e l'insorgere di ipotesi di invalidità sarebbe oltremodo necessario che le Autorità competenti prevedano una indicazione, almeno di massima, dell'iter amministrativo interno agli Enti preliminare alla contrazione dell'operazione. Si osserva a questo proposito che la dichiarazione che deve essere resa dalla persona incaricata (presumibilmente: il Dirigente) potrà avere un valore significativo solo se coerentemente legata ad un iter amministrativo certo e predefinito. Ciò, sia in relazione al rapporto di immedesimazione organica che lega il soggetto fisico all'ente amministrativo, sia rispetto alla divisione tra atto di indirizzo politico e atto di gestione che caratterizza l'ordinamento degli Enti. E' evidente che il soggetto designato potrà procedere alla firma della dichiarazione solo se l'intero iter amministrativo si sarà svolto correttamente; l'intermediario, pur in presenza di tale dichiarazione, ha tutto l'interesse ad avere la certezza del pieno rispetto delle procedure in quanto la dichiarazione eventualmente resa non sanerebbe un iter amministrativo non corretto con conseguenze sulla legittimità e validità degli atti".

Particolare menzione merita l'art. 6¹⁸⁵ con il quale il legislatore intende introdurre uno speciale regime di trasparenza c.d. pubblicistica, nel prevedere che gli enti debbano allegare al bilancio di previsione e al rendiconto una nota informativa, sottoscritta dal responsabile della gestione finanziaria dell'ente, in cui devono essere riportati: a) la tipologia dell'operazione, come individuata dall'articolo 2 ; b) il capitale nozionale dell'operazione al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio; c) la passività finanziaria sottostante al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio; d) il valore previsto dei flussi di cassa dell'operazione in derivati nel periodo considerato dal bilancio¹⁸⁶.

¹⁸⁵ Articolo 6 "Pubblicità degli atti" afferma che "1. Gli enti allegano al bilancio di previsione e al rendiconto una nota informativa, sottoscritta dal responsabile della gestione finanziaria dell'ente, che evidenzia per ciascuna operazione in derivati in essere le informazioni indicate nei commi 2 e 4. 2. Nella nota informativa allegata al bilancio di previsione sono riportati: a) la tipologia dell'operazione, come individuata dall'articolo 2 ; b) il capitale nozionale dell'operazione al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio; c) la passività finanziaria sottostante al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio; d) il valore previsto dei flussi di cassa dell'operazione in derivati nel periodo considerato dal bilancio. 3. La nota informativa di cui al comma 2 è aggiornata, ove necessario, in sede di variazione di bilancio. In occasione della redazione del bilancio di previsione relativo all'esercizio successivo, la nota informativa deve essere comunque riprodotta anche se non sussistono aggiornamenti rispetto all'ultima nota informativa. 4. Nella nota informativa allegata al rendiconto sono riportati: a) la tipologia dell'operazione, come individuata dall'articolo 2; b) il capitale nozionale dell'operazione al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del bilancio; c) la passività finanziaria sottostante al momento della stipula dell'operazione e alla data di redazione del rendiconto; d) i flussi di cassa generati dall'operazione in derivati nell'anno e gli scostamenti rispetto al loro valore previsto indicato nella nota allegata al bilancio di previsione. 5. Gli enti allegano al conto del patrimonio l'indicazione del rapporto fra il debito oggetto di copertura attraverso operazioni in derivati e quello complessivo dell'ente. Indicano, altresì, l'eventuale costituzione di un fondo rischi per la copertura degli oneri potenziali generati dalle operazioni in derivati in essere".

¹⁸⁶ Scettico sul punto è GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 422 per il quale sia l'obbligo di comunicazione al ministero che il successivo controllo di questo si risolvono in incombenze di carattere meramente formale, come tali destinati ad avere un impatto veramente modesto sulla politica di stipulazione perseguita dall'ente. In tal senso anche SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 18 per la quale lo

L'art. 6 della proposta di regolamento ministeriale costituisce sicuramente una valida soluzione per evitare il ripetersi del ben noto fenomeno delle asimmetrie informative che si è infatti diffusamente registrato tra enti territoriali e controparti. Queste, ove sussistenti, hanno posto l'ente locale in posizione di debolezza contrattuale rispetto alla controparte in possesso di strumenti e competenze specifiche obiettivamente superiori¹⁸⁷.

schema di regolamento cambia poco rispetto all'assetto attuale dei controlli dai più ritenuto insoddisfacente.

¹⁸⁷ Si parla di una situazione di informazione asimmetrica quando una delle parti, in una relazione economica, dispone di maggiori informazioni rispetto alla controparte sulle proprie caratteristiche o sulle azioni intraprese o sull'ambiente esterno (stati del mondo); elementi che incidono sui risultati della relazione e quindi sul benessere dei partecipanti. Esiste una fondamentale divergenza di interessi tra le parti: il soggetto con maggiori informazioni può sfruttare il vantaggio informativo di cui dispone comportandosi in maniera opportunistica, cioè perseguendo i propri interessi a discapito di quelli del soggetto meno informato. In altri termini, i risultati dello scambio tra le parti possono essere forzati a favore della parte che dispone di maggiori informazioni. Maggiore è la presenza di possibile asimmetrie informative, maggiore è il rischio di comportamenti opportunistici, maggiore sarà l'esigenza di strutturare il contratto con strumenti giuridici idonei a regolare e controllare le transazioni. Vasta è la letteratura sull'argomento, con particolare riferimento al settore degli strumenti finanziari sottoscritti dagli enti locali, vedasi TRUDU, *Gli elementi formali possono salvare gli enti dagli swap*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2011, 1, 25; FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, op. cit., in *La Responsabilità civile*, 2010, 742; BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, op. cit., in *I Contratti 2010*, 1121 ss. Secondo l'A. "la Pubblica amministrazione-cliente, quando acquista derivati finanziari, merita una protezione sostanzialmente identica a quella che, in altri contesti, viene accordata ai consumatori nei confronti dei professionisti: secondo una logica che può essere ricondotta alla categoria dei c.d. contratti asimmetrici, e del nuovo paradigma contrattuale che questa sembra avere inaugurato. I segni rivelatori di una fisiologica debolezza della pubblica amministrazione che acquista derivati finanziari sono molteplici: in genere, gli enti pubblici - soprattutto se e quando si tratta di enti locali di non grandi dimensioni - non posseggono adeguate conoscenze ed informazioni per valutare i rischi connessi a questi contratti e a prodotti finanziari integralmente pensati, ideati, regolati e gestiti dalle controparti (e che non raramente si "scoprono" essere aleatori a distanza di qualche anno dalla loro conclusione); spesso i venditori sono soggetti che operano globalmente sui mercati di tutto il mondo, e che, per tale ragione, hanno la forza di imporre i loro modelli contrattuali, la loro lingua, il loro diritto, la loro giurisdizione. Non raramente, infine, il ricorso a questa particolare forma di finanziamento può essere dettato da ragioni di urgenza e necessità, che riducono i tempi di riflessione e di studio e conducono a decisioni troppo affrettate: oltretutto, la comprensione dei meccanismi finanziari alla base di queste operazioni è difficile anche per gli stessi operatori del settore (e la crisi che ha colpito in questi ultimi anni il sistema bancario mondiale è lì a dimostrarlo in modo assai convincente). Un'asimmetria informativa certamente fisiologica che - con la disposizione contenuta nella Finanziaria per il 2009 - diventa

Orbene, la proposta di regolamento di cui all'articolo 62 conferisce maggiore ordine, razionalità e limiti all'intera disciplina nella misura in cui stabilisce con chiarezza il tipo ed il livello delle informazioni da fornire agli enti¹⁸⁸ al fine di eliminare (o quantomeno attenuare) l'asimmetria informativa tra le parti e rendere più trasparenti (o meno opache) le operazioni in strumenti derivati dagli stessi enti stipulate¹⁸⁹.

oggetto di una specifica disciplina protettiva, modellata essenzialmente su quella che regola i contratti dei consumatori: il legislatore, sotto la spinta di fatti ed episodi abbondantemente noti alle cronache, si è convinto ad operare l'ennesimo intervento settoriale/emergenziale, rispetto al quale sembra concretizzarsi quel pericolo di eccessiva frammentazione paventato qualche tempo fa da una voce di sicura autorevolezza". Cfr. sullo stesso ragomento in termini più generali GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, op cit., in *Giur. comm.*, 2007, II, 134 ss.; LUBERTI, *Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali*, op. cit., in *Giur. it.*, 2010, 202 ss.; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.; SALATINO, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, op. cit., in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 116 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, op.cit., in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, op. cit., in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss; GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno*, in *Europa e dir. privato*, 2001, p. 277.

¹⁸⁸ Così GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 422. Più critica è la posizione di SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, II, 18, per la quale " il problema della scarsa competenza degli enti in materia finanziaria è evidentemente centrale nella disciplina della materia ed il regolamento ne dovrebbe dare conto. È forse illusorio pensare che il problema possa essere risolto introducendo un sistema di controlli pubblici preventivi, in luogo di quello attuale di controlli di monitoraggio e successivi, oppure imponendo ai comuni di farsi assistere da un esperto. Si tratta, se non altro, di soluzioni che aumentano inevitabilmente i costi delle operazioni ed allungano i tempi delle decisioni. Si sarebbe potuto pensare allora ad una soluzione di stampo privatistico, forse più efficace ed inoltre in linea con le indicazioni della Corte favorevoli a ricondurre la normativa sui derivati stipulati dagli enti territoriali alla disciplina del mercato e dei rapporti civili. La strada potrebbe cioè essere quella di imporre alla stessa banca o intermediario la formulazione di un documento di sintesi nel quale sia indicato in termini chiari e schematici il grado di rischio del prodotto offerto e semmai prevedere una sanzione a carico della banca o dell'intermediario, che abbiano fornito informazioni inesatte o non veritiere, di entità tale da risultare dissuasiva".

¹⁸⁹ GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 1,35 ss; GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in tema di derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 6, 794; ZAMAGNI, CEDRINI, *La clausola "up front" non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola del tribunale. E anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovra indebitarsi*, in *Diritto e Giustizia*, 2010, 75.

E' stata in piu' occasioni sottolineata l'importanza per gli enti dell'adozione di regole che sanciscano obblighi di *disclosure* dei rischi assunti dall'ente mediante la stipula del contratto, delle fonti di costo e delle commissioni applicabili (anche in caso di chiusura anticipata del contratto), dello spread, del caricamento (noto alle cronache come "costo implicito"), delle probabilità che l'operazione in derivati alla relativa scadenza determini un aumento o una diminuzione significativa del costo della passività sottostante, dell'importo atteso a scadenza nell'ipotesi in cui il costo della passività sottostante fosse aumentato o diminuito ect.¹⁹⁰

Oltre al tema della trasparenza rileva, in relazione alle operazioni in derivati degli enti, anche quello della correttezza. La correttezza, nel campo di strumenti tanto complessi e sofisticati come sono i derivati finanziari, è un elemento fondamentale in relazione al quale il regolamento proposto da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze fornisce certamente il proprio contributo.¹⁹¹

¹⁹⁰ PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.; CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, 6, 1197; LOIERO, *L'esperienza dei contratti derivati nelle pubbliche amministrazioni tra evoluzione normativa e prassi operativa*, in *Amministrazione in cammino*, *Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione* a cura del centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet". L'A tra le criticità rilevate nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte della P.A. rileva come "si sono verificate carenze nelle "disclosures" di bilancio, mancata conoscenza dei costi applicati ai prodotti, in applicazione di norme di legge. In primo luogo si rileva un fondamentale errore di fondo nella percezione (e consuente rilevazione nei bilanci) tra effetti finanziari e di contenuto economico. Flussi di cassa attivi ed M.T.m positivi vengono automaticamente percepito come "utile", se negativi come perdita".

¹⁹¹ PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.; CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, op. cit., in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, 6, 1197.

Si pensi al già citato articolo 3, comma 3 che prevede che l'intermediario finanziario rilasci una dichiarazione contenente l'impegno a comunicare, su base trimestrale, **il valore equo e il costo implicito dell'operazione in derivati**. La disposizione introduce uno specifico obbligo a carico degli intermediari, non previsto a livello di normativa primaria che impone all'intermediario un comportamento improntato certamente a canoni di una maggiore correttezza, atteso che l'ampio contenzioso che vede contrapposti enti locali ed intermediari, su cui ci si soffermerà nel prosieguo della trattazione, attiene proprio all'omessa comunicazione dei costi impliciti derivanti dalla sottoscrizione di strumenti derivati.

3.- La connotazione di <<operatore qualificato>> per gli Enti locali: una questione controversa

Il tema della natura qualificata o meno dell'ente locale offre lo spunto per soffermarsi ed analizzare una questione particolarmente dibattuta in dottrina ed in giurisprudenza: quella relativa al contenuto e alla latitudine della nozione di "operatore qualificato"¹⁹².

¹⁹² Vasta è la letteratura sulla nozione di operatore qualificato. In termini esemplificativi cfr. GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509; BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 3, 281; CLARIS APPIANI, *Valore probatorio della <<dichiarazione di operatore qualificato>> e doveri di informazione passivi dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 276; AUTELITANO, *I derivati conclusi dagli "operatori qualificati": interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione*, in *I Contratti*, 2011, 8-9, 761; BALZOLA, *L'operatore qualificato nel regolamento intermediari Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1263; GRASSELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di <<operatore>> qualificato*, in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss; OREFICE, *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa*, in *I Contratti*, 2011, 250 ss; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano, 2010, 308 ss; SANGIOVANNI, *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti territoriali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, 21; LA ROCCA, *Gli «operatori qualificati» in Cassazione: un altro capitolo del difficile rapporto della Suprema corte con il diritto privato del mercato finanziario*, in *Società*, 2010, 312; TATOZZI, *La nozione di <<operatore qualificato>> tra vecchie incertezze interpretative enuovi assetti normativi*, in *banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, 205; SESTA, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2009, 1614; AIELLO, *L'operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2714; RUGGERI, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 1213; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'"operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 212; FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; SANGIOVANNI, *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. mer.*, 2008, 41 ss.; RUGGERI, *La prima sentenza d'appello circa l'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob 11522 del 1998*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 224; SANGIOVANNI, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093 ss.; SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss; MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MIFID*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 348; SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in www.dirittobancario.it, 2008; FERDINANDO, *Derivati o.t.c. e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corriere del merito*, 2008, 1263 ss.; PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2008, III, 95 ss.; PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *I Contratti*, 2008, 1136; LEMMA, *L'"operatore qualificato" nelle operazioni in derivati*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, II, 57; TOMMASINI, *La*

Con riguardo alla previgente disciplina normativa di cui al Regolamento n.11522 del 10 luglio 1998 (c.d. Regolamento Intermediari), l'art 31, comma 2, individuava sostanzialmente tre categorie di "operatori qualificati": a. *le persone e le società che si presumono essere tali in forza della specifica attività esercitata – intermediari autorizzati, società di gestione del risparmio, fondi pensione*, b. *le persone fisiche che per essere considerate tali devono documentare di essere in possesso di determinati requisiti – ad esempio i promotori finanziari –*; c. *le società e le persone giuridiche che per essere considerate tali devono dichiarare per iscritto di essere in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia.*

La qualità di operatore qualificato della controparte professionale esonerava l'intermediario dall'osservanza di alcune regole di condotta:

nozione di "operatore qualificato" tra requisiti obiettivi e dichiarazioni autoreferenziali, in Riv. dir. civ., 2008, 313 ss.; MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in Nuova giur. civ. comm., 2008, I, 223; BRUNO-ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, in Le Società, 2007, 277 ss.; TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*, in Nuova giur. civ. comm., 2007, I, 809; INZITARI, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it, 2007; RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, in Nuova giur. civ. comm., 2006, II, 411; CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto ad una società*, in Banca borsa tit. cred., 2005, II, 38; BOCHICCHIO, *Operatività in strumenti finanziari derivati con investitori professionali: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in Dir. banca, 2005, 247; D'ARCANGELIS, *Intermediari finanziari - Disciplina degli « operatori qualificati »: status quo e riforme in atto*, in Amm. e fin., 2005, 58; RIMINI, *Contratti di swap e operatori qualificati*, in Giur. comm., 2004, II, 532; TARGETTI, *Eurosim: il nuovo «statuto» degli operatori qualificati*, in Amm. e fin., 1997, 50; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996. In giurisprudenza, v. Trib. Vicenza, 29.01.200, in www.ilcaso.it; Trib. Vicenza, 12.02.2008 in www.ilcaso.it; Trib. Rovigo, 3.03.2008 in www.ilcaso.it; App. Trento, 05.03.2009, in Giur. merito, 2009, 1512; Trib. Torino, 18.09.2007, n. 5930, in Giur. it., 2008, 1165; Trib. Novara, 18.01.2007, in Banca borsa e tit. cred., 2008, II, 57 ss.; App. Milano, 12.10.2007, in Giur. it., 2008, 1164; Trib. Forlì, 11.7.2008, in www.ilcaso.it; Trib. Venezia, 25.10.2007, in www.ilcaso.it; Trib. Rimini, 23.3.2005, in www.ilcaso.it; Trib. Monza, 8.1.2007, in www.ilcaso.it; Trib. Mantova, 12.7.2004, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 11.7.2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 25.11.2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 10.8.2005, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 6.4.2005, in www.ilcaso.it; Trib. Torino, 7.7.2005, in www.ilcaso.it.

segnalazione dell'eventuale conflitto di interessi, disciplina delle informazioni tra intermediari e investitori; norme relative alla vendita e valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione; normativa sulla *best execution*; disciplina dell'attestazione degli ordini, delle informazioni sulle operazioni eseguite, nonché sui rendiconti periodici¹⁹³.

La *ratio* sottesa a tale disposizione si rinveniva nell'esigenza di salvaguardare la celerità e la flessibilità dei rapporti contrattuali, evitando inutili rallentamenti ed incrementi di costi per quei casi in cui, in ragione della particolare esperienza dell'investitore, poteva rivelarsi superfluo, oltre che privo di benefici concreti, procedere con l'adempimento degli obblighi informativi previsti dalla legge¹⁹⁴.

Tuttavia, la succitata previsione normativa è stata interpretata ed applicata in maniera troppo formale dagli intermediari i quali si sono sovente limitati a fare sottoscrivere la dichiarazione in questione ai rappresentanti legali delle società ed ai rappresentanti degli enti locali,

¹⁹³ GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano, 2010, 308. L'A. osserva come "nel vigore della disciplina anteriore alla riforma MiFID, l'art 31 del Regolamento Intermediari (l'oggi abrogato Reg. Consob 11522/1998) contemplava la figura del c. operatore qualificato, ossia del soggetto dotato di esperienza e competenza in materia finanziaria per il quale non trovavo applicazione talune norme di comportamento (prima fra tutte la disciplina in tema di informazione e adeguatezza dell'operazione), applicabili invece all'investitore ordinario. L'essere o non essere operatori qualificati importava, dunque, una sensibile diversificazione di trattamento specialmente sul piano informativo: l'intermediario nella sostanza, veniva esonerato dallo svolgere una informazione puntuale e "didattica" circa la natura e i rischi dello strumento derivato e dal valutare l'adeguatezza dell'operazione al profilo di rischio del cliente"; SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoresponsabilità del dichiarante*, op. cit., in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss; PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, op.cit., in *I Contratti*, 2008, 1136.

¹⁹⁴ MEUCCI, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MIFID, op cit., in *Obbl. e contr.*, 2008, 348.

senza rendere adeguatamente note quali fossero le concrete conseguenze che derivavano da tale sottoscrizione e senza un previo esame dell'effettiva esperienza maturata dalla controparte nel settore interessato, requisito richiesto dall'art. 31 per la sua applicazione¹⁹⁵.

Le indagini effettuate dalla Consob¹⁹⁶ hanno evidenziato che quasi tutte le imprese e gli Enti locali che avevano acquistato derivati OTC

¹⁹⁵ GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in Banca, borsa tit. cred. 2011, 4, 509. In questo contributo, l'A. ricostruisce gli orientamenti giurisprudenziali sull'argomento evidenziando le criticità della nozione. Per l'A. "le principali obiezioni mosse al metodo autocertificativo si appuntarono sulla sua intrinseca inaffidabilità, ritenendosi la dichiarazione in parola ora resa in termini di sostanziale incoscienza da parte del dichiarante, ora di per sé incapace di costituire un autentico attestato di abilità tecnica in quanto rilasciata dallo stesso soggetto attestante. Secondo tale lettura un cliente non potrebbe validamente dichiarare ad una banca di essere in possesso di una specifica competenza ed esperienza finanziaria, posto che per tale via si finirebbe per richiedere la valutazione alla parte oggetto della valutazione stessa, la quale invece non potrebbe che competere, anche e non secondariamente per il noto principio di asimmetria informativa, alla banca destinataria della dichiarazione. Sarebbe insomma logicamente insostenibile che sia proprio colui che debba superare un vaglio di competenza ad essere giudice e accertatore di tale competenza: il cliente che non sia competente, dichiarando di esserlo, finirebbe per attestare qualcosa di inverosimile non avendo appunto la competenza per attestare di essere competente. I termini del paradosso, vagamente riecheggianti quello del mentitore di Epimenide, approdarono così sui banchi giudiziari, generando in breve tempo tre distinti orientamenti di pensiero. Il primo orientamento recupera l'approccio formalistico anteriore esasperando il principio di responsabilità del dichiarante. Il legale rappresentante che sottoscrive una dichiarazione deve necessariamente assumersi la responsabilità di quanto dichiara, non diversamente da quanto accade per qualsivoglia altra sottoscrizione di un documento giuridicamente rilevante. A siffatta affermazione non può che conseguire l'esonero dell'intermediario da ogni onere di verifica. Tale impostazione viene radicalmente rigettata dal secondo orientamento, il quale si appunta su un dato di sostanza, disconoscendo l'attendibilità di una attestazione autoreferenziale in assenza di un approfondimento conoscitivo da parte dell'intermediario. Secondo tale lettura, che accoglie appieno la tesi del paradosso, la dichiarazione autoreferenziale non vale ad esonerare l'intermediario da una verifica in concreto circa l'effettiva rispondenza del dichiarato alla reale condizione cognitiva ed esperienziale del cliente. Al rigore formalistico della prima lettura e all'esasperazione sostanzialistica della seconda, la terza linea interpretativa contrappone una soluzione in certo modo mediana. La dichiarazione del cliente conserva un suo rilievo ed una sua responsabile valenza, senza tuttavia annullare l'obbligo di verifica dell'intermediario là dove quest'ultimo possa ricavare aliunde elementi contrastanti con la dichiarazione, tali da fondare il ragionevole convincimento che quest'ultima non appaia frutto di una manifestazione di volontà sciente e ponderata".

¹⁹⁶ Vedasi Audizione del Direttore Generale della Consob Dott. Antonio Rosati dinanzi alla 6° Commissione Finanze e tesoro del Senato del 18 marzo 2009 nell'ambito dell' "Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche amministrazioni", consultabile www.consob.it/pubblicazioni. V. ancora Audizione del Direttore Generale della Consob Dott. Massimo Tezzon dinanzi alla 6° Commissione Finanze e tesoro del Senato del 30 ottobre 2007 nell'ambito dell' indagine sulle "Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati" consultabile www.consob.it/pubblicazioni.

erano stati classificati e conseguentemente trattati come “operatori qualificati”.

La questione su cui la giurisprudenza e la dottrina si sono soffermate, pervenendo a soluzioni contrastanti, riguarda il **valore da attribuire** alla dichiarazione autoreferenziale del legale rappresentante

Si legge che “nell’ambito dell’indagine del 2004 era emerso che quasi tutte le imprese e gli Enti locali con posizioni in derivati OTC erano stati classificati dagli intermediari come “operatori qualificati”. Ciò quindi implicava che gli intermediari erano tenuti a rispettare solamente i doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non quelli, molto più pregnanti e articolati, di valutare la piena adeguatezza e coerenza fra le caratteristiche degli strumenti derivati proposti o consigliati e la propensione al rischio, la situazione patrimoniale e conoscenze in materia di investimenti finanziari del cliente. In altri termini, nel rilasciare le attestazioni che consentivano agli intermediari di classificarli come investitori qualificati o professionali, imprese ed Enti locali hanno di fatto accettato di ricevere un più basso livello di tutela rispetto a quello che la disciplina riserva alla clientela cosiddetta retail (famiglie, persone fisiche, etc.).” Vedi infine Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati compiuta dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, in cui a proposito dell’operatore qualificato si legge a pg. 18 consultabile www.camera.it. Ci pare interessante uno stralcio dell’indagine che affronta il tema dell’operatore qualificato in cui si legge “Quanto alle clausole contrattuali, particolare preoccupazione desta la dichiarazione ricorrente, da parte dei responsabili finanziari degli enti locali, di essere “operatori qualificati” ai sensi dell’art. 31 del Regolamento CONSOB [n. 11522/98], con esposizione alle conseguenze proprie dei contratti aleatori ed esclusione della possibilità di far valere ogni pur ragionevole dubbio in ordine alla consapevole assunzione di rischio. Da dire che la graduazione degli obblighi contrattuali a carico degli intermediari è funzione dell’esperienza qualificata del cliente e rinviene dalla direttiva 93/22/CEE, ormai superata dalla direttiva 2004/39/CE, approvata nell’aprile 2004, in base alla quale vengono ora in considerazione “le esigenze di tutela delle diverse categorie di investitori” non più annullabili tramite semplici autocertificazioni e con presunzione di non professionalità al di sotto di determinate soglie. A tale riguardo va notata, anche qui, la differenza riscontrabile fra i piccoli enti e quelli di dimensioni grandi e/o delle Regioni, perché con riguardo a questi – in quanto enti emittenti in mercati regolamentati e perciò ricompresi nella indicata qualifica – è di conseguenza ultronea la autocertificazione in parola, mentre generalmente ricorre una assunzione di responsabilità legata ad una autonoma valutazione di rischio. Il che, se mette in chiaro la posizione debole degli enti di piccole e media dimensioni, per i quali dovrebbe essere assolutamente vietata la autocertificazione di “operatore qualificato”, suggerisce speciale riflessione anche per quelle clausole vessatorie – generalmente ricorrenti – che escludono l’applicazione dell’articolo 1467 del codice civile per contratti che, se privi di finalità speculative, conservano pur sempre natura commutativa. Sotto questo aspetto anche le dichiarazioni rese dai responsabili di amministrazioni regionali “di comprendere, valutare, accettare i rischi connessi alla operazione” non persuade né è da condividere. A fronte di perdite potenzialmente illimitate, tali dichiarazioni vengono a configurare un esonero di responsabilità a fronte di operazioni delle quali, proprio la CONSOB, Ma, se è così, qualora manchi un fine speculativo, non è ragionevole escludere l’evenienza di una eccessiva onerosità ai sensi dell’art. 1467 c.c. ritiene difficile o impossibile apprezzare il valore e valutare l’effettiva esposizione di rischio”.

di una società o di un ente locale che attesta la qualità di <<operatore qualificato >> della persona giuridica o ente per cui agisce¹⁹⁷.

Ci si è chiesti se tale dichiarazione valga ad esentare l'intermediario finanziario dall'onere di accertare la sussistenza del dato sostanziale accanto all'elemento formale, ovvero se ci si trovi effettivamente innanzi ad un soggetto dotato di specifiche capacità investitorie e/o finanziarie.

Parte della giurisprudenza e della dottrina, attente al dato formale, hanno affermato che la dichiarazione resa dal legale rappresentante della società e dell'ente esenta l'intermediario dall'onere di verificare l'effettivo possesso delle competenze autocertificate dal cliente.

¹⁹⁷ PISAPIA, *La invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, in *I Contratti*, 2011, 3,244. L'A. evidenzia che "la dichiarazione di operatore qualificato era gravida di effetti, spesso imprevedibili per chi apponeva inconsapevolmente la propria firma alla clausola recante tale dichiarazione. Infatti, lo status di operatore qualificato, dichiarato dal legale rappresentante, salvo talune generalissime norme, privava il cliente che usufruiva del servizio finanziario offerto dall'intermediario finanziario del pressoché totale sistema di tutele di cui alla normativa (allora) vigente a tutela della parte "debole" del rapporto negoziale. In particolar modo, tale art. 31 del Regolamento Intermediari, testualmente, disponeva che, nei rapporti tra intermediario e operatore qualificato, sono (erano) disapplicate le regole di condotta (c.d. "regole di comportamento") a tutela del risparmiatore-investitore (o, almeno, gran parte delle stesse). Si riteneva, a fondamento della norma, che solo l'operatore non-qualificato fosse meritevole di una più completa protezione in quanto solo esso è normalmente privo, data l'asimmetria informativa che lo separa dall'intermediario finanziario, della capacità di valutare adeguatamente i rischi insiti nella prestazione di ogni servizio d'investimento avente ad oggetto, come nel caso di specie, strumenti finanziari derivati. L'interpretazione e l'efficacia di tale norma, certamente ambigua nel suo tenore, è stata così tormentata da essere stata all'origine di un forte contenzioso giudiziario (proprio in relazione ai contratti swap) emerso in questi anni e di un altrettanto dibattuto contrasto tra le Corti di merito. Accanto all'orientamento di chi riteneva priva di valore giuridico siffatta dichiarazione in assenza di concreti requisiti di competenza ed esperienza effettivamente posseduti dal legale rappresentante (argomentando anche dalla natura di mera dichiarazione di scienza), vi era chi, viceversa, sosteneva che siffatta auto-certificazione esonerasse l'intermediario finanziario da ogni verifica in merito. Non è il caso di ripercorrere i termini del dibattito in questa sede, anche alla luce della circostanza che il ricorso proposto al Tribunale di Bari non ha avuto, sotto tale aspetto, felice sorte. Si segnala solo come tale contrasto è perdurato fino al recente intervento risolutore della Corte di cassazione del 26 maggio 2009, n. 12138".

Diversamente si attribuirebbero all'intermediario competenze non riconosciute dalla legge¹⁹⁸.

¹⁹⁸ Per un disamina delle diverse posizioni assunte dalla dottrina e giurisprudenza sul punto vedasi in termini riassuntivi: GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509; PISAPIA, *La invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, op. cit., in *I Contratti*, 2011, 3, 244; BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 3, 281; BALZOLA, *L'operatore qualificato nel regolamento intermediari Consob*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2011, II, 1263; LA ROCCA, *Gli <<operatori qualificati>> in cassazione: un altro capitolo di difficile rapporto della Suprema corte con il diritto privato del mercato finanziario*, in *Foro it.*, 2010, 129; MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MIFID*, op. cit., in *Obbl. e contr.*, 2008, 348. In senso formalistico si esprimono FERDINANDO, *Derivati o.t.c. e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, op. cit., in *Corriere del merito*, 2008, 1263 ss; BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, op. cit., in *Contratto e impr.*, 2009, 305 ss., TATTOZZI, *La nozione di «operatore qualificato» tra vecchie incertezze interpretative e nuovi assetti normativi*, op. cit., in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 205 ss.; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'«operatore qualificato» al «cliente professionale»: il tramonto delle dichiarazioni «autoreferenziali»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 201 ss. In giurisprudenza Trib. Milano, 3.04.2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530, per il quale "ai fini dell'attribuzione della natura di "operatore qualificato" ad una società sollecitata ad acquistare strumenti finanziari, alla mera dichiarazione scritta resa dal suo legale rappresentante all'intermediario finanziario a norma dell'art. 31 regolamento intermediati, offre idoneo riscontro l'accertamento in concreto di determinate caratteristiche di natura patrimoniale della società"; Trib. Mantova, 12.07.2004, in *IlCaso.it*, 2004, per il quale "ove il legale rappresentante di società dichiara, con atto separato, che la società è in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, ex art. 31 reg. Consob 11522/98, non trova applicazione la norma di cui all'art. 28 reg. cit; Trib. Torino, 3.02.2005, in *Dir.prat. soc.* 2005, n.23, 68; Trib. Rimini, 25.03.2005, in *IlCaso.it*, 2005, secondo cui "Ove il legale rappresentante di una società a responsabilità limitata abbia sottoscritto la dichiarazione di cui all'art. 31 Reg. Consob di possedere una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, l'intermediario è esonerato dall'effettuare ulteriori verifiche sull'effettivo possesso delle specifiche competenze del cliente"; Trib. Milano, 06.04.2005, in *IlCaso.it*, per la curia ambrosiana "Non sono applicabili le disposizioni relative agli obblighi informativi dell'intermediario di cui agli artt. 28, 30 commi 2 e 3 e 36 del reg. Consob n. 11522/1998 nel caso in cui il legale rappresentante di una società abbia dichiarato, ai sensi dell'art. 31, n. 2 del citato regolamento, la propria "competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari" ed abbia eseguito sia pur sporadicamente operazioni in contratti di swap" Trib. Milano, 20.07.2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 809; per il quale "l'art. 31, comma 2 del Reg. Consob. 11522/1998 consente al legale rappresentante di società di capitali di rilasciare una dichiarazione che ha effetto liberatorio per l'intermediario in relazione agli obblighi su di lui incombenti allorché il cliente non vanta specifiche competenze in materia. La norma riconduce in sostanza alla responsabilità di chi amministra, ed esprime nella realtà giuridica la volontà della società, gli effetti di una tale dichiarazione, come avviene nella generalità della gestione, ordinaria o straordinaria che sia"; Trib. Trento, 28.09.2006, in *www.ilsole24ore.com*; Trib. Verona, 22.06.2007, in *I Contratti*, 2007, 1093; Trib. Venezia, 17.08.2007, in *Corr.merito*, 2008, 41; App. Milano, 12.10. 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1165 secondo cui "il tenore letterale dell'art. 31 Reg. Consob n. 11522/1998 e la differente disciplina prevista per le persone fisiche e le società non rientranti nella prima categoria di soggetti in possesso di determinati requisiti di professionalità, porta ad escludere che il possesso dei requisiti di operatore qualificato debba essere documentato anche con

riferimento alle società ed alle persone giuridiche in genere. Deve quindi escludersi che gli intermediari finanziari abbiano l'obbligo di verificare l'effettiva sussistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante della società"; Trib. Milano, 15.10.2008, *ivi*, 2008, n. 1413, Trib. Forlì, 11.07.2008, in *IlCaso.it*, 2008, n. 1390, per il quale "con riferimento alla stipula di contratti swap, si deve ritenere che l'intermediario sia sollevato dagli obblighi informativi a suo carico e che non debba procedere all'accertamento in concreto di tali requisiti qualora la società contraente si dichiari operatore qualificato in possesso di specifica competenza ed esperienza in strumenti finanziari anche derivati ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 31 reg. Consob n. 11522/98. Trib. Cuneo, 9.02.2009, *IlCaso.it* 2009, n. 1606 per il quale "la veridicità della dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 reg. Consob da legale rappresentante della società con riferimento al fatto che la società sia munita di competenza ed esperienza in materia finanziaria è affidata alla autoreponsabilità di chi la rende ed è quindi idonea a sollevare l'intermediario da ogni verifica al riguardo". A questo orientamento c.d. formalistico si contrappone un secondo orientamento, il quale si appunta su un dato di sostanza, disconoscendo l'attendibilità di una attestazione autoreferenziale in assenza di un approfondimento conoscitivo da parte dell'intermediario. Secondo tale lettura, che accoglie appieno la tesi del paradosso, la dichiarazione autoreferenziale non vale ad esonerare l'intermediario da una verifica in concreto circa l'effettiva rispondenza del dichiarato alla reale condizione cognitiva ed esperienziale del cliente. Cfr. Così, secondo la pronuncia che ebbe ad inaugurare questa linea di pensiero la dichiarazione attestante la qualifica di operatore qualificato, resa ai sensi dell'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522, deve essere corroborata da elementi di positivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione e protezione dell'investitore. V. Trib. Novara, 18.01.2007, in *Le Società*, 2008, 755). Nella stessa direzione si esprimono anche Trib. Venezia, 7.07. 2007, in *IlCaso.it*, 2008, n. 1097, Trib. Torino, 18.09.2007, in *IlCaso.it*, per il quale "la proposta di un prodotto finanziario ad una società industriale (nella specie uno swap) deve essere il risultato di valutazioni che coinvolgono tutti gli aspetti dell'azienda (redditività, indebitamento, nuovi prodotti, nuovi mercati, business plan) e queste non devono essere solo riferite al momento preciso in cui il prodotto viene offerto ma dovrebbero tener conto delle possibili evoluzioni aziendali future"; Trib. Rovigo, 3.01.2008, in *Giur.it.*, 2008, 2235; App. Venezia, 16.07. 2008, in *Corriere del merito*, 2008, 1261, Trib. Vicenza, 29.01.2009, in *IlCaso.it*, 2009, n. 1648, per il quale "l'intermediario, in un'ottica di maggiore responsabilizzazione della sua funzione, ricavabile dall'art. 21, comma 1, lett. a), TUF, è tenuto a verificare il grado effettivo di esperienza e di competenza del cliente, verificando la concreta rispondenza tra la realtà e quanto dichiarato dall'investitore che si accinge ad essere considerato operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/98; Trib. Catania, 18.02.2009, in *IlCaso.it*, secondo cui "poiché il fine ultimo perseguito dalla normativa che regola il comportamento degli intermediari finanziari è quello di far sì che l'investitore sia il più possibile consapevole delle proprie scelte, si deve ritenere che anche il cliente corporate genericamente inteso debba essere adeguatamente informato delle conseguenze contrattuali che discendono dalla dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob n. 11522/98. Inoltre, affinché la dichiarazione in esame non si risolva in una mera attestazione, la stessa dovrà contenere l'indicazione delle situazioni in forza delle quali il dichiarante si ritiene in possesso dell'esperienza dichiarata e ciò non tanto al fine di favorire una attività di riscontro da parte dell'intermediario di quanto dichiarato, quanto piuttosto per permettere a quest'ultimo di valutare il grado di consapevolezza raggiunto dal cliente". In dottrina aderiscono a tale lettura AMBROSINI-DEMARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, op. cit., Milano 2009, 264; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale*: il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali", op. cit., in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 212; FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, op.cit., in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contr.*, 2005, 711; SANGIOVANNI, *Contratti derivati e dichiarazione del legale rappresentante*, in *Corr. merito*, 2008, 45; RIMINI, *Contratti swap e operatori qualificati*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2005, 538, per il quale il sistema di protezione approntato dal t.u.f. non dovrebbe venir sovvertito in assenza di connotati effettivi di professionalità del cliente e soltanto

Si è inoltre evidenziato che nel caso di dichiarazione non veritiera rilasciata dal legale rappresentante di una società o di un ente, quest'ultimi non resterebbero privi di tutela, ma potrebbero sempre agire nei confronti del dichiarante (mendace) per ottenere il risarcimento degli (eventuali) danni¹⁹⁹.

Sull'argomento è intervenuta per la prima volta anche la Corte di Cassazione²⁰⁰, sia pure con riferimento alla disciplina previgente, la quale - aderendo all'orientamento piu' formalista - ha affermato che in tema di contratti di intermediazione mobiliare, ai fini dell'appartenenza del soggetto, che stipula il contratto con l'intermediario finanziario, alla categoria degli operatori qualificati, è sufficiente l'espressa dichiarazione per iscritto da parte dello stesso (società o persona giuridica) di disporre della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari - ai sensi dell'art. 13 del regolamento Consob approvato con delibera 2 luglio 1991 n. 5387 - la quale esonera l'intermediario

perché quest'ultimo ha semplicemente dichiarato di essere dotato di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, limitandosi magari a sottoscrivere, come talora si è potuto riscontrare in concreto, una dichiarazione in tutto e per tutto già predisposta dall'intermediario proponente e presentata alla controparte come una specie di pura formalità senza rilievi degni di nota relativamente alle intese raggiunte.

¹⁹⁹ SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 3, 281; SANGIOVANNI, *L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-) certezza del diritto*, in *Corr. del merito*, 2011, 815 ss; SANGIOVANNI, *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti locali*, in *www.tidona.com - Rivista telematica diritto bancario e finanziario*, 2010; SANGIOVANNI, *Contratti derivati e dichiarazione del legale rappresentante*, op. cit., in *Corr. merito*, 2008, 45; 41 ss.

²⁰⁰ Cass., 26.05.2009, n.12138, in *Foro it.* 2010, 1, I, 121; *Giur. comm.* 2011, 2, II, 269; *Banca borsa tit. cred.* 2011, 3, II, 265; *Obb. e Contr.*, 200, 507; *Danno e resp.*, 2009, 1067; *Giur. it.*, 2009, 2711; *Riv. trim dir. econ.*, 2009, II, 115 ss.

dall'obbligo di ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso; pertanto, salvo allegazioni contrarie in ordine alla discordanza tra contenuto della dichiarazione e situazione reale, tale dichiarazione può costituire argomento di prova che il giudice può porre alla base della propria decisione, ex art. 116 c.p.c., anche come unica fonte di prova, restando a carico di chi detta discordanza intenda dedurre l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario delle circostanze medesime o almeno la loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro.

Non sono però mancate obiezioni a tale decisione dei giudici di legittimità. Si è anzitutto osservato che nel caso degli operatori qualificati, un'interpretazione dell'art 31 Regolamento Intermediari che ponga a totale carico del cliente costi, oneri e rischi connessi alla dichiarazione stessa sarebbe contraria all'art 21 del T.U.F, che impone all'intermediario la tutela dell'interesse del cliente, escludendo pertanto che l'intermediario stesso possa essere esonerato da qualsiasi attività ed onere in ordine all'accertamento della "competenza" ed "esperienza" del cliente stesso²⁰¹.

²⁰¹ La sentenza della Corte di Cassazione è stata oggetto di numerosi commenti. Cfr. GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509. Secondo l'A., richiamandosi in prima battuta al principio di responsabilità insito nella resa di qualsivoglia dichiarazione e nella connessa, parimenti responsabilizzante, funzione assolta dalla norma regolamentare

che ne contempla il possibile rilascio, il Supremo Collegio giunge tuttavia ad una conclusione alquanto creativa. La Cassazione introduce una sottile attenuazione del principio: in presenza di elementi contrari già documentalmente disponibili dall'intermediario, la dichiarazione del cliente non esonera la banca da un onere di verifica, ma un tale effetto non si produrrebbe in via automatica, bensì solo previo l'assolvimento, da parte del cliente, dell'eguale e contrario onere di provare tanto la sussistenza di siffatti elementi contrari al contenuto della dichiarazione quanto la loro conoscenza o conoscibilità da parte dell'intermediario. La soluzione della Cassazione introduce e in ciò sta la cennata addizione creativa una sorta di (re)inversione dell'onere probatorio, facendo gravare sul soggetto che abbia rilasciato la dichiarazione autoreferenziale il dovere e il rischio di addurre la sussistenza e la conoscibilità di elementi indiziari di segno contrario al dichiarato. In un simile contesto riversare sul cliente l'onere di dimostrare la sussistenza di elementi in fatto, noti all'intermediario e idonei a contraddire la portata della dichiarazione, per quanto possa apparire una scelta coerente sul piano logico, nondimeno equivale ad una sostanziale disapplicazione del principio sancito dall'art. 23 t.u.f. che, in materia di investimenti, trasferisce sull'intermediario l'onere della prova di aver agito con la dovuta diligenza. Tanto legittimerebbe una sorta di sovversione della distribuzione del carico probatorio legale. Ritenendo infatti la sussistenza di esperienza e competenza un requisito sostanziale della dichiarazione e non già un requisito formale costruibile attraverso il rilascio di quest'ultima, è giocoforza concludere che l'intermediario che, disponendo di elementi contrari, non accerti la veridicità e l'attendibilità della dichiarazione incorra in una violazione dei suoi doveri comportamentali: a quel punto tuttavia non diviene lecito (re)invertire il carico probatorio, già invertito da una precisa norma speciale, addossando al cliente l'onere di invocare e provare la conoscenza o la conoscibilità di una diversa evidenza indiziaria. Diversamente, si dovrebbe sostenere che la negligenza dell'intermediario nell'accertamento del requisito di sostanza si sottrarrebbe al meccanismo di inversione probatoria previsto dall'inequivocabile tenore del diritto positivo. Cfr. MICCICHÉ E TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione, op cit.*, in *Le Società*, 2010, 324, i quali hanno sottolineato l'approccio formalistico della Corte, laddove ha impostato il tema della conoscenza o conoscibilità in capo all'intermediario delle specifiche circostanze che escluderebbero la natura di operatore qualificato del cliente in termini prevalentemente documentali; AUTELITANO, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *I Contratti*, 2009, 883, il quale ha rilevato come i casi in cui la Corte ipotizza il superamento della dichiarazione, in presenza di una diversa situazione di fatto, sono casi estremi, per i quali anche la giurisprudenza più formalistica aveva ammesso la proponibilità dell'*exceptio doli*. Diversamente SESTA, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Corriere giur.*, 2009, 1618, per il quale nella dichiarazione non avrebbe potuto essere ravvisata una mera opinione, stando alla sua base il fatto della sussistenza di competenza ed esperienza, e cioè un fatto il cui accertamento dipende da un apprezzamento critico da parte del dichiarante. La circostanza, poi, che la dichiarazione di scienza venisse resa in un contesto contrattuale, dovrebbe condurre a concludere in senso contrario alla possibilità di contestarla liberamente, come affermato dalla Corte, e a ritenerla impugnabile solo per errore di fatto o violenza, ossia negli stessi casi in cui è ammessa l'impugnativa della confessione, cui il riconoscimento di una situazione giuridica potrebbe equipararsi. Tali ristretti limiti di impugnativa troverebbero giustificazione nel divieto di venire contro il fatto proprio, per effetto del quale il dichiarante non potrebbe allegare la non veridicità della dichiarazione nei confronti di chi su di essa ha confidato, determinandosi ad agire di conseguenza. Si veda anche, circa la necessità di un bilanciamento dei doveri delle parti da operarsi dall'interprete sulla base, da un lato, del dovere di diligenza professionale di cui all'art. 21,1° co., lett. a), t.u.f., in forza del quale l'intermediario deve ritenersi gravato dall'onere di verificare nel merito la rispondenza tra il dato reale e quanto dichiarato dal legale rappresentante della società, e, dall'altro lato, del dovere di quest'ultimo, ai sensi dell'art. 1176, 2° co., c.c., di non rilasciare (negligentemente)

Di contro, è stato invece fatto rilevare l'apprezzabile equilibrio raggiunto dalla sentenza in questione, laddove la Cassazione ha escluso la natura confessoria della dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante, permettendo alla società o all'ente di provare

dichiarazioni mendaci che possano pregiudicare l'interesse sociale. Per LA ROCCA, *Gli <<operatori qualificati>> in cassazione: un altro capitolo di difficile rapporto della Suprema corte con il diritto privato del mercato finanziario*, op. cit., in *Foro it.*, 2010, 129. L'A. osserva come nel tentativo di salvare la legittimità della norma secondaria la Cassazione omette di indagare se siano effettivamente conciliabili l'art. 13 del regolamento Consob 5387/91 e l'art. 6 l. 1/91. Più precisamente, la Cassazione omette di valutare se la ripartizione di attività – e, dunque, di rischi e costi – operata dalla prima norma tra clienti e banche sia effettivamente conciliabile con quella ricavabile dalla norma legislativa. Sul punto occorre tener conto che la dichiarazione di «competenza ed esperienza», richiesta dal citato art. 13, come pure dall'art. 31 del regolamento Consob 11522/98, presupponeva costi rilevanti per l'acquisizione di una vasta gamma di sofisticate informazioni, nonché costi ulteriori per verificare l'idoneità delle informazioni acquisite a fondare una oggettiva «competenza ed esperienza» in materia di operazioni su strumenti finanziari. Si tratta di costi così elevati da risultare poco ragionevoli per imprese non finanziarie soprattutto se piccole e medie. Nel caso degli «operatori qualificati», un'interpretazione dell'art. 13 del regolamento Consob 5387/91, come pure dell'art. 31 del regolamento Consob 11522/98, che ponga a totale carico del cliente costi, oneri e rischi connessi alla dichiarazione stessa, è contraria sia all'art. 6, 2° comma, t.u.f. (che collega la «graduazione» nella tutela all'effettiva «competenza» ed «esperienza»), sia soprattutto all'art. 21, lett. a), t.u.f., che impone all'intermediario la tutela dell'interesse del cliente e con ciò esclude che l'intermediario stesso possa essere esonerato da qualsiasi attività ed onere in ordine all'accertamento della «competenza» ed «esperienza» del cliente stesso. Risulta, a questo punto, evidente il limite della sentenza in epigrafe. Secondo la Cassazione l'intermediario, di fronte alla dichiarazione del cliente ex art. 31, non ha un preciso obbligo di indagare sull'effettiva sussistenza dei requisiti oggettivi presupposti dalla dichiarazione medesima: se, per avventura, l'intermediario è (o dovrebbe essere) a conoscenza di elementi discordanti dal contenuto della dichiarazione, deve valutarli; altrimenti, può anche tener per buona la dichiarazione a suo tempo rilasciata dal cliente. Sennonché, questa ripartizione tra le parti di attività, oneri, costi non è conforme né all'art. 21, lett. a), t.u.f., né al canone codicistico di buona fede ex art. 1375 c.c. (sulla differenza tra le due disposizioni); BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 3, 281; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op.cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575. Per l'A. la pronuncia della Suprema Corte non risolve il disagio dell'interprete di fronte ad una regola normativa che non soddisfaceva certamente, nella maggior parte delle fattispecie, quel bisogno di protezione che costituisce la *ratio* delle norme poste a tutela degli investitori. La parte meno convincente della motivazione della pronuncia della Corte di Cassazione appare quella con la quale si dovrebbero ritenere superati i dubbi, fondatamente posti in dottrina, circa la legittimità del regolamento Consob, se interpretato nel senso di esonerare l'intermediario dall'accertamento dei requisiti di professionalità del proprio cliente, sia per contrasto con la legge delega, sia per contrasto con l'art. 21 t.u. finanziario, che impone agli intermediari di agire con correttezza, norma in forza della quale si dovrebbero pertanto ritenere doverosi specifici accorgimenti da parte dell'intermediario all'atto della sottoscrizione della dichiarazione, in un'ottica non di semplice salvaguardia, ma di piena tutela dell'interesse del cliente.

liberamente la falsità della dichiarazione resa dal primo, e conseguentemente la mancanza dei richiamati requisiti di competenza ed esperienza²⁰².

²⁰² GRASELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato*, op. cit., in *Oblig. e Contr.*, 2011, 507 ss., per l'A. la soluzione adottata dalla Suprema Corte desta svariate perplessità, infatti, la tesi, fondamentalmente formalista, avvalorata dalla Corte non pare essere convincente, in quanto considera la semplice dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante come sufficiente al fine di considerare il cliente come operatore qualificato, a meno che non sussistano elementi obiettivi di riscontro «già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente», dai quali desumere la mancanza dei requisiti di competenza ed esperienza richiesti dalla norma in capo all'investitore. Sennonché, sussistono svariate disposizioni di rango primario dalle quali si desume l'obbligo per l'intermediario di conoscere "sempre" il proprio cliente. Ulteriori obblighi in tal senso sono inoltre rinvenibili nella citata normativa speciale dettata dalla Banca d'Italia nelle Istruzioni di Vigilanza (relativamente alle corrette procedure di erogazione del credito); nella disciplina antiriciclaggio e nel relativo Decalogo, emanato sempre ad opera della Banca d'Italia; nonché dalle successive innovazioni apportate da «Basilea 2», la quale, con l'attribuzione di un rating specifico ad ogni singolo cliente, ha arricchito la previgente disciplina in merito alla concessione del credito, richiedendo una valutazione ancora più approfondita del cliente. Qualora la banca non avesse tale conoscenza del proprio cliente sarebbe perfino esposta a sanzioni per aver violato la normativa speciale (primaria e secondaria). In conclusione, pare legittimo chiedersi se il problema relativo alla qualificazione di operatore professionale possa dirsi effettivamente risolto dopo l'intervento della Suprema Corte, in quanto la tesi formalista avvalorata nella sentenza, in realtà, potrebbe essere smentita dal momento che plurime disposizioni impongono all'intermediario, pena una valutazione d'inadempimento, la conoscenza approfondita del proprio cliente; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op.cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575.L'A., pur criticando sotto diversi profili la sentenza della Suprema Corte, ne riconosce il pregio per avere ricondotto ad unità i diversi orientamenti espressi dalla giurisprudenza in ordine all'efficacia da attribuire alla dichiarazione scritta del legale rappresentante di una società del possesso in capo alla medesima di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari. Ha ritenuto che, da questo punto di vista, la pronuncia della Corte abbia espresso una posizione di apprezzabile equilibrio. La soluzione ermeneutica offerta dalla Corte è stata invece accolta con favore dalla giurisprudenza di merito: Trib. Bari, 15.7.2010, in *IlCaso.it*, per il quale "in ossequio a quanto statuito dalla Corte di Cassazione, che ha di recente interpretato la disciplina in tema di operatore qualificato, l'investitore che alleggi la discordanza tra la dichiarazione e la situazione reale ha, altresì, l'onere di dimostrare la conoscenza o la conoscibilità di tale circostanza da parte dell'intermediario. In proposito, occorre precisare che la conoscenza del bilancio di esercizio e dei relativi allegati non equivale a conoscibilità della dedotta mancanza di specifica competenza ed esperienza, posto che la occasionale assenza di indicazioni nel documento contabile in ordine al possesso di strumenti finanziari non esclude di per sé una pregressa attività di investimento"; Trib. Udine, (ord.), 13.4.2010, *Il caso.it*, 2010, I, doc. 2156, il quale ha accolto il ricorso ex art. 700 proposto dall'investitore ritenendo provato che al momento della sottoscrizione del contratto derivato la banca era in possesso di elementi tali da dimostrare che l'investitore, società artigiana di modeste dimensioni, non aveva alcuna esperienza nel campo dei contratti derivati (contratto che, nella fattispecie aveva finalità meramente speculative e non di copertura); Trib. Rimini, 12.10.2010, in *IlCaso.it*, con riguardo a una fattispecie nella quale il

Un più rigoroso orientamento ritiene invece che la sottoscrizione debba essere accompagnata dalla verifica, da parte dell'intermediario, della veridicità della dichiarazione stessa e, quindi, dell'effettivo possesso da parte dell'investitore di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari²⁰³.

responsabile del servizio finanziario di un Comune aveva dichiarato di possedere una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni finanziarie in quanto supportato da una consulenza in qualità di *advisor* di un soggetto che era risultato appartenere al medesimo gruppo bancario dell'intermediaria, con una situazione di sostanziale identità tra il soggetto esentato dagli obblighi informativi ed il soggetto dal quale l'investitore contava di ricevere specifiche informazioni, circostanza sulla base della quale il Collegio ha ritenuto accertata la conoscibilità, da parte dell'intermediario, della mancanza dell'esperienza attestata nella dichiarazione, affermando che “ non vale ad attestare il possesso di una specifica competenza ed esperienza in strumenti finanziari la dichiarazione con la quale l'investitore dichiara di avere tale requisito in quanto supportato dalla consulenza di un *advisor* appartenente al medesimo gruppo bancario dell'intermediario”; Trib. Torino, 23.11.2009, in *IlCaso.it*, il quale, non essendo stata data prova contraria da parte dell'investitore, ha desunto l'esperienza e la competenza dell'investitore medesimo dalle dimensioni dell'impresa e dalla presenza di operazioni in valuta estera per le quali, successivamente ad un primo contratto, erano stati stipulati altri derivati a copertura del rischio di cambio; Trib. Torino, 30.11.2009, in *IlCaso.it*, per il quale in presenza di una dichiarazione autoreferenziale sarebbe onere dell'investitore dedurre che detta dichiarazione non corrispondeva al vero, che l'intermediario ne era consapevole o informato, ovvero che tale divergenza era in ogni caso riconoscibile. Per il Tribunale piemontese “*deve ritenersi valida ed idonea, al fine di dimostrare la corretta applicazione del trattamento riservato agli operatori qualificati dall'art. 31 del reg. Consob n. 1522/1998, la dichiarazione resa dal legale rappresentante della società, qualora, nel giudizio da questa intentato contro l'intermediario per la violazione dei doveri informativi, l'investitore non deduca che tale dichiarazione non corrisponde al vero e che l'intermediario ne fosse consapevole o comunque informato o che tale divergenza fosse in ogni caso facilmente conoscibile*”.

²⁰³ App. Trento, 5.3.2009, in *Giur. di Merito*, 2009, 1512, per la quale “*la dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob n. 11522/98 dal legale rappresentante di una società ai fini dell'inquadramento del cliente nella categoria degli operatori qualificati deve avere per oggetto la comunicazione delle esperienze effettivamente possedute dal cliente così da consentire all'intermediario una corretta valutazione in ordine alla professionalità del soggetto; la dichiarazione che si limiti a ripetere il contenuto della disposizione legislativa si risolve in una semplice valutazione giuridica e non ha l'effetto di attestare l'esperienza effettiva*” Trib. Catania, 13.2.2009, in *IlCaso.it*, il quale nel rilevare che la disciplina della intermediazione mobiliare mira a tutelare non solo l'interesse patrimoniale di un singolo contraente debole, ma, al contempo, l'interesse generale ad un corretto funzionamento dei mercati finanziari, ha escluso la rilevanza di una mera attestazione, non supportata da adeguate indicazioni circa l'esperienza posseduta, anche nel caso di informativa al cliente circa le conseguenze della sua dichiarazione, afferma che “*poiché il fine ultimo perseguito dalla normativa che regola il comportamento degli intermediari finanziari è quello di far sì che l'investitore sia il più possibile consapevole delle proprie scelte, si deve ritenere che anche il cliente corporate genericamente inteso debba essere adeguatamente informato delle conseguenze contrattuali che discendono dalla dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob n. 11522/98. Inoltre, affinché la dichiarazione in esame non si risolva in una mera*

Con la conseguenza che la disapplicazione dell'apparato di obblighi informativi posti a tutela degli investitori non può derivare da una mera dichiarazione di scienza del legale rappresentante della società o dell'ente²⁰⁴.

attestazione, la stessa dovrà contenere l'indicazione delle situazioni in forza delle quali il dichiarante si ritiene in possesso dell'esperienza dichiarata e ciò non tanto al fine di favorire una attività di riscontro da parte dell'intermediario di quanto dichiarato, quanto piuttosto per permettere a quest'ultimo di valutare il grado di consapevolezza raggiunto dal cliente"; Trib. Vicenza, (ord.), 29.1.2009, in IlCaso.it, che ha rigettato la domanda cautelare proposta dall'investitore, nonostante la dichiarazione esplicitasse chiaramente che la sua sottoscrizione comportava la disapplicazione della normativa posta a tutela dell'investitore non professionale; Trib. Rovigo, (ord.), 3.1.2008, in Giur. it., 2008, 2235, per il quale la dichiarazione non avrebbe potuto limitarsi a ripercorrere il testo della norma regolamentare, ma avrebbe dovuto riportare elementi circostanziati (quali operazioni intraprese, negozi, professionalità acquisita, studi effettuati) da cui fosse possibile dedurre che il contraente era effettivamente in grado di comprendere la natura del negozio sottoscritto, non potendosi altrimenti accogliere l'istanza di sospensione della provvisoria esecuzione del decreto ingiuntivo ottenuto dalla Banca nei confronti dell'investitore; Trib. Vicenza, (ord.), 12.2.2008, in Banca, borsa tit. cred., 2009, II, 203, che del pari ha sospeso la provvisoria esecuzione di un decreto ingiuntivo ponendo, in caso di dichiarazione generica del legale rappresentante, l'onere della prova in ordine alla specifica esperienza in capo alla banca opposta; Trib. Novara, 18.1.2007, in IlCaso.it., per il quale una dichiarazione non facente riferimento ad una specifica esperienza della società, quale ad esempio la negoziazione non sporadica di strumenti finanziari, avrebbe dovuto ritenersi inefficace quanto all'esonero dell'intermediario dal rispetto delle norme poste a tutela degli investitori, in quanto si sarebbe altrimenti dovuto inferire che la categoria degli operatori qualificati avrebbe dovuto ritenersi composta da soggetti quali banche, intermediari finanziari, Sicav, ecc., e comunque tutti quelli che si reputano profondamente conoscitori della materia finanziaria; Trib. Torino, 18.9.2007, in Nuova giur. comm., 2008, I, 337, per il quale la dichiarazione del legale rappresentante della società avrebbe potuto esonerare l'intermediario da ogni onere probatorio circa l'effettiva esperienza soltanto quando avesse assunto valenza confessoria, ossia quando non fosse stata indeterminata, ma avesse contenuto l'indicazione di fatti (e non di opinioni) effettivamente indicativi di tale esperienza.

²⁰⁴ GRASSELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato*, op. cit., in *Oblig. e Contr.*, 2011, 507 ss. per il quale "devono ritenersi ancora applicabili nei rapporti tra i predetti soggetti le disposizioni di carattere generale previste dall'art. 21 t.u.f.: quindi l'intermediario non può venir meno ai suoi doveri di diligenza, correttezza e trasparenza; o al suo dovere di acquisire le informazioni necessarie dai clienti; o di predisporre un'organizzazione e procedure di controllo interno adeguate a salvaguardare i diritti e gli interessi del cliente solo perché quest'ultimo è operatore qualificato (sempre ammesso che lo sia realmente), e con ciò la conseguenza di imporre alla banca un preciso onere di verifica circa la concreta sussistenza in capo alla società, o alla persona giuridica, della effettiva competenza ed esperienza dichiarata in materia finanziaria". Trib. Milano, 23.03.2012, in *IlCaso.it* per il quale "L'articolo 21 del TUF dispone che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati debbano comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio gli interessi dei clienti e per l'integrità dei mercati; l'interesse del cliente deve, quindi, sempre costituire il punto di riferimento dell'attività professionale espletata dall'intermediario finanziario e ciò anche quando il cliente abbia sottoscritto la dichiarazione

Per cui anche nei rapporti intrattenuti con operatori qualificati l'intermediario sarebbe tenuto a rispettare i principi fondamentali stabiliti dall'articolo 21 del TUF e a "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti".

In definitiva, si ritiene irrilevante la clausola di stile con cui l'investitore dichiara di avere le specifica preparazione e la necessaria esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, laddove non si desuma, in base ad elementi precisi e concordanti contenuti nella dichiarazione che l'investitore sia stato effettivamente in grado di comprendere la natura, i rischi dell'operazione ovvero di cogliere non solo le caratteristiche oggettive del prodotto finanziario proposto ma anche il grado di rispondenza di tale strumento rispetto alle finalità economiche che esso dovrebbe andare a soddisfare²⁰⁵.

autoreferenziale di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del reg. Consob. I doveri di diligenza, correttezza, trasparenza e di informazione prescritti dall'articolo 21 del TUF nell'interesse dei clienti e della integrità dei mercati impongono all'intermediario il dovere di proporre strumenti finanziari adeguati alle esigenze che il cliente abbia opportunamente manifestato e ciò anche nell'ipotesi in cui questi abbia sottoscritto la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del reg. Consob. In proposito, va precisato che la nozione di "adeguatezza" alle esigenze del cliente dello strumento proposto discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del TUF e differisce dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob. (). In virtù del collegamento negoziale esistente tra più contratti in derivati finanziari ove i successivi costituiscono la rinegoziazione dei precedenti, si deve ritenere che l'inadempimento dell'intermediario ai doveri prescritti dall'articolo 21 del TUF si ripercuota sull'intero rapporto intercorso con il cliente".

²⁰⁵ Orbene, sul punto la giurisprudenza pratica e teorica ha ritenuto, a ragione, irrilevanti le mere clausole di stile con cui l'investitore dichiara - pur non essendolo - di essere in una condizione di oggettiva preparazione ed esperienza in materia; e ciò, ad esempio, a causa di una cattiva informazione dovuta da un comportamento negligente (o chissà doloso) dell'operatore finanziario. Nell'accertamento dell'esperienza del proprio cliente, infatti, l'intermediario dovrà osservare i criteri generali di buona fede e correttezza, così che "la clausola del contratto predisposto dall'intermediario e sottoscritto dal cliente che contenga la dichiarazione di quest'ultimo di essere operatore qualificato che si riveli puramente una clausola di stile, in quanto sottoscritta da un soggetto che non può rientrare nel novero di tale categoria, è priva di efficacia giuridica" (Trib. Milano, 21.02.1995, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, pag 442; nonché

3.1.- Le modifiche al Regolamento intermediari conseguenti al recepimento della Direttiva 2004/39/CE

A seguito dell'entrata in vigore della Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 sui mercati e gli strumenti finanziari (c.d. Direttiva MIFID), l'intera materia è ora disciplinata dal Regolamento sugli intermediari approvato dalla Consob con delibera n.16190 del 29 ottobre 2007 (che ha abrogato totalmente quello n.11522/1998) che ha profondamente innovato l'assetto normativo sull'argomento, introducendo una tripartizione nell'inquadramento delle diverse tipologie di clienti.

Dal combinato disposto degli artt. 26 e 58 del Regolamento n.16190 si evince il riferimento alle nozioni di <<cliente professionale>>, <<controparte qualificata>>, e <<cliente al dettaglio>>.

Ciò che maggiormente rileva ai fini della presente trattazione riguarda la definizione di <<cliente professionale>> della quale si occupa l'allegato n. 3 dello stesso regolamento. Tale figura viene individuata nel soggetto che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie

in termini simili Trib.Torino, 27.01. 2000, in *Giur.it.*, 2001, 442 e ss.). In dottrina cfr. SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2010, 11, 739; AMBROSINI, DE MARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, op.cit., Milano, 2009, 313 ss.; SALATINO, *Contratti di swap. Dall' "operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 212; FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, op.cit., in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, op.cit., in *I Contratti*, 2005, 711.

decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume²⁰⁶.

²⁰⁶ Allegato 3 – Reg. Consob n.16190/2007I. Clienti professionali di diritto Si intendono clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: – totale di bilancio: 20 000 000 EUR, – fatturato netto: 40 000 000 EUR, – fondi propri: 2 000 000 EUR. (3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie. I soggetti elencati possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione. Quando il cliente è un'impresa come definita in precedenza, l'intermediario deve informarla, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, essa viene considerata di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente. L'intermediario deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione. Spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio. In dottrina vedasi GIRINO, *I contratti derivati*, op.cit., Milano, 2010, 326 ss; GRASELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di «operatore» qualificato*, op. cit., in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss. Per l'A. l'attuazione della direttiva MIFID ha determinato una significativa riforma in relazione all'individuazione degli investitori qualificati, accogliendo un indirizzo non coincidente con quello indicato dalla Cassazione. La nuova disciplina ha infatti consacrato il definitivo accoglimento della tesi sostanzialistica, finalizzato a porre rimedio al rischio di possibili abusi cui poteva dar luogo la disciplina previgente, ove interpretata nel senso di consentire il riconoscimento della natura di operatore qualificato sulla base di mere dichiarazioni autoreferenziali, prive di riscontri concreti da parte dell'intermediario. Il nuovo articolato regolamentare introduce una tripartizione nell'inquadramento delle diverse tipologie di clienti, individuando le figure del «*cliente professionale*»; della «controparte qualificata» e del «*cliente al dettaglio*». Il punto essenziale consiste nell'individuare il «*cliente professionale*» che il nuovo Reg. Consob n. 16190, all'art. 26, lett. d, considera essere «il *cliente professionale* privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 al presente regolamento e il *cliente professionale* pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 6, comma 2 *sexies* del t.u.f.»; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, in *Resp. civ.*, 2011, 11,735; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Milano 2010, 844 ss.; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano 2008, 15 ss.

Il nuovo regolamento, contrariamente a quanto accadeva sotto la disciplina previgente, si preoccupa di individuare in modo dettagliato i parametri in base ai quali è possibile giungere all'attribuzione della qualifica di <<cliente professionale>>. Con riferimento ai soggetti che non operano professionalmente nel settore finanziario, ovvero quelli che la previgente disciplina riconosceva come <<operatori qualificati>>, a fronte del rilascio della dichiarazione scritta di cui all'art 31, il nuovo regolamento 16190 del 2007 ha introdotto una disciplina differenziata, a seconda che lo status di <<cliente professionale>> sia riconosciuto di diritto ovvero su richiesta della controparte dell'intermediario²⁰⁷.

²⁰⁷ Essa consiste, come prima cosa, nella comunicazione per iscritto dei *clienti* all'intermediario che desiderano essere trattati come *clienti* professionali. Tale richiesta può avere carattere generale o specifico rispetto ad un particolare servizio, operazione o prodotto; dopo di che l'intermediario deve avvisare i *clienti*, per iscritto e in modo chiaro, di quali sono le tutele e i diritti che potrebbero perdere con il riconoscimento dello *status* di *clienti* professionali. I *clienti* devono poi dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. L'intermediario, a questo punto, dovrà adottare tutte le misure idonee per accertarsi che il cliente che avanza la richiesta sia effettivamente in possesso dei requisiti di esperienza, conoscenza e competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni e per comprendere e valutare a fondo i rischi ad esse connessi. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: 1) il cliente deve aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; 2) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 euro; 3) il cliente deve lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti (cfr. l'All. 3, del nuovo **Regolamento Intermediari**). Sull'argomento vedi più ampiamente GRASELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di <<operatore>> qualificato*, op cit., in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss.; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss. Per l'A. relativamente ai clienti professionali su richiesta", cioè tutti gli altri soggetti che richiedono di essere trattati come clienti professionali. In questo caso, non è sufficiente la richiesta da parte dell'investitore di essere trattato come cliente professionale: l'intermediario, infatti, è tenuto ad effettuare una "preventiva valutazione" in merito alla conoscenza e all'esperienza del cliente con riferimento allo specifico strumento finanziario che vuole acquisire. È dunque imposto in capo all'intermediario un vero e proprio "onere" di valutare il cliente, quand'anche egli stesso abbia fatto richiesta di essere trattato come cliente

Il nuovo articolato regolamentare prevede una valutazione sostanziale delle competenze specifiche. Pertanto, all'intermediario viene lasciato davvero poco spazio per una interpretazione discrezionale, essendo preclusa la possibilità di fare affidamento su una mera autocertificazione (scompare ogni riferimento alla dichiarazione del legale rappresentante)²⁰⁸.

professionale; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano, op cit.*, Milano 2010, 846 ss; VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 825 ss. L'A. osserva come "la nuova disciplina di secondo livello, infatti, ha ricondotto gli enti locali nell'alveo dei clienti professionali pubblici su richiesta. In particolare, è stato previsto che l'ente possa chiedere di essere considerato operatore qualificato solo ove risulti essere dotato di una dimensione finanziaria di una certa consistenza, abbia posto in essere con una certa frequenza operazioni in strumenti finanziari derivati, nonché presenti al suo interno personale qualificato in grado di occuparsi della gestione finanziaria. La MiFID, prima, e il nuovo regolamento Consob, dopo, in una prospettiva di tutela differenziata, adeguata, ragionevole e proporzionata al livello di sofisticazione finanziaria effettivamente riconosciuto in capo all'investitore ha pertanto accolto un concetto di "gestione del debito pubblico" non solo meramente amministrativa, bensì professionale: ossia attiva, esperta, sistematicamente svolta mediante autonome decisioni di investimento, essendo ritenuta paragonabile a quella di un investitore professionale e, quindi, meritevole, solo a queste condizioni, di un trattamento meno protettivo".

²⁰⁸ SARTORI, *Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele*, in *Finanza derivata, mercati ed investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana Jura, Pisa, 2012, 152 ss.; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 60 ss; PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in *www.rivistadidiritto bancario*, del 2011, l'A. rileva come "la dichiarazione del cliente non sia più sufficiente a includere il cliente nel novero di quegli investitori in grado di valutare una operazione e i suoi rischi, ma essa costituisce solo l'avvio di una fase procedimentale posta a carico dell'intermediario. Infatti, prima di concedere la rinuncia alle protezioni previste dalla disciplina l'intermediario deve adottare tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti di cui al punto (1) della parte II dell'allegato del Regolamento Consob 16190/2007. La norma è molto chiara nello stabilire che, prima procedere al c.d. upgrading, l'intermediario debba accertare che il cliente effettivamente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Si attribuisce così alla parte contrattuale forte del rapporto, cioè quella dotata di maggior competenze e informazioni, le maggiori responsabilità circa l'individuazione dei requisiti necessaria alla rinuncia delle tutele, evitando la situazione caratteristica della disciplina pre-Mifid, nella quale la mera dichiarazione del legale rappresentante di una società di possedere competenza ed esperienza specifica in materia di operazioni in strumenti finanziari era di per sé sufficiente all'applicazione delle tutele preposte a protezione del cliente"; SANGIOVANNI, *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti locali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, 31 ss.; GIRINO, *I contratti derivati, op.cit.*, Milano, 2010, 326 ss. L'A. osserva come "la complessa locuzione ("la disapplicazione.. è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere...") consente di concludere che il test di professionalità previsto dal reg. 16190/2007 non sia che un passaggio, pur fondamentale e insopprimibile, di un processo valutativo più ampio. Una volta

ch eil cliente abbia superato il test, l'intermediario sarà chiamato ad una ulteriore valutazione di ragionevolezza circa l'effettiva capacità del cliente di assumere scelte consapevoli"; MEUCCI, *Articolazione della clientela e tutela dell'investitore*: La cassazione si pronuncia sul valore della qualifica di "operatore qualificato" in materia di operazioni in strumenti finanziari, in www.personaemercato.it del 2009. L'A. osserva "affinché il cliente sia qualificato come professionale è prevista una procedura "rafforzata" volta a sollecitare l'attenzione dell'investitore sulle dichiarazioni rese e i relativi effetti in termini di incidenza sui meccanismi di tutela. Non è sufficiente un'unica dichiarazione scritta - su modello di quella prevista dall'art. 31, 2° co., Reg. Consob del 1998 - bensì occorre uno scambio di più comunicazioni: i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario il loro desiderio di essere «trattati come clienti professionali (a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento); l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni". In giurisprudenza si segnalano i seguenti precedenti Trib. Firenze, 5.06.2012, in *IlCaso.it* : "Al cliente che, sulla base dell'articolo 31 dell'abrogato reg. Consob n. 11522/1998 sia stato classificato come operatore qualificato, in occasione del primo contatto utile e comunque non oltre il 30 giugno 2008, deve essere inviata la comunicazione destinata ai clienti al dettaglio di cui all'articolo 35, comma 1, reg. 16190/2007; in difetto di tale informativa, detto cliente non può essere considerato un operatore professionale e ciò nonostante con dichiarazione resa ai sensi del previgente art. 31, abbia dichiarato di aver già effettuato frequenti operazioni di investimento in strumenti finanziari. È caratterizzato da un significativo squilibrio del sinallagma contrattuale il contratto di swap che venga mantenuto in essere nonostante l'intervenuta risoluzione del rapporto di leasing immobiliare al quale il primo contratto era legato da rapporto di strumentalità"; Trib. Ancona, 10.3.2011, in *IlCaso.it*: "Con l'abrogazione del reg. Consob n. 11522 del 1998, con effetto dal 02/11/2007, data di entrata in vigore dell'art. 113, comma 7, del reg. Consob n. 16190 del 2007, si deve ritenere cessata l'efficacia dell'art. 31 reg. 11522/98 citato, come pure delle dichiarazioni di operatore qualificato rilasciate sulla base della medesima disposizione. Dalla data di entrata in vigore della nuova disciplina di cui al reg. Consob n. 16190 del 2007, i clienti classificati come operatori qualificati devono essere riclassificati nella categoria della clientela al dettaglio in occasione del primo contatto utile o, in mancanza, non oltre il 30 giugno 2008". Nel disciplina ante Mifid, la giurisprudenza in ordine al valore della dichiarazione del legale rappresentante era piuttosto cauta, si legge Trib. Udine, 13.4.2010, in *IlCaso.it* : "La semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob n. 11522 del 1998, secondo la quale la società dispone della competenza e dell'esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari, non costituisce di per sé dichiarazione confessoria (qualora si esaurisca nella formulazione di un giudizio e non nell'affermazione di scienza e verità di fatti obiettivi), ma comporta un'inversione dell'onere della prova, svincolando l'intermediario dell'obbligo generalizzato di compiere sul punto uno specifico accertamento. Ne consegue che, nel caso di asserita discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale da tale dichiarazione rappresentata, graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la agevole conoscibilità in base a elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente"; Trib. Torino, 23.11.2009, in *IlCaso.it* : "Posto che la ratio della norma di cui all'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998 è quella di richiamare l'attenzione del legale rappresentante della società circa l'importanza della dichiarazione di operatore qualificato e di svincolare l'intermediario dall'obbligo di compiere un accertamento sulla effettiva corrispondenza tra realtà e contenuto della dichiarazione medesima, si deve ritenere che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario, la dichiarazione ridetta, pur non avendo valore confessorio - in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non alla affermazione di scienza e verità su un fatto - esoneri l'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in mancanza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova da porre a base della decisione". Ed ancora Trib. Vicenza, 29.01.2009, in *IlCaso.it*: "La dichiarazione di

Se nel corso del rapporto, intervengono modifiche di carattere soggettivo che possano determinare un mutamento dello *status*, il cliente professionale deve immediatamente informare l'intermediario, il quale constatato che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per il trattamento riservato al cliente professionale, deve adottare provvedimenti idonei²⁰⁹.

La questione della natura qualificata o meno degli enti locali (per dirla con il nuovo Regolamento intermediari n.16190 del 2007 di cliente professionale) sembra ormai superata con l'entrata in vigore il 22 marzo

cui all'art. 31 reg. Consob n. 11522/98, volta alla qualificazione dell'investitore come operatore qualificato, non può avere il valore di una autocertificazione, ma deve rappresentare in maniera corretta e corrispondente a verità il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari; il possesso della specifica competenza ed esperienza deve, quindi, essere un prerequisito della dichiarazione e non la conseguenza, posto che la dichiarazione non può di per sé sola avere l'effetto di rendere operatore professionale chi non lo è"; Trib. Novara, 18.01.2007, in IlCaso.it : "è da escludersi il riconoscimento di giuridica efficacia alla dichiarazione di "operatore qualificato" resa dal legale rappresentante della società, siccome non corroborata da un concreto e obiettivo riscontro all'"autoproclamata "competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari". Tale dichiarazione è una dichiarazione di scienza che non assume rilievo di per sé, ma in quanto presuppone una preesistente situazione giuridicamente rilevante (un pagamento, un fatto a sé sfavorevole e favorevole alla controparte, un riconoscimento di figlio naturale, un elenco oggetto di un inventario, i dati contabili contenuti in un bilancio, ecc.) Quando tale collegamento manca o non è puntualmente individuabile e determinabile, la dichiarazione o non dispiega alcun effetto per la radicale indeterminatezza di quanto dichiarato o, in radice, non assume alcun significato giuridicamente apprezzabile, perché tale da risolversi in una mera opinione personale. (...) Una siffatta dichiarazione, per la sua genericità e per il suo carattere intrinsecamente valutativo non potrebbe neppure essere considerata mendace (o veritiera) proprio perché, in radice, non qualificabile in termini di verità o falsità, bensì di mera opinione. (Nella fattispecie, il legale rappresentante della società aveva sottoscritto un documento nel quale vi era la seguente dicitura: "il sottoscritto ... in qualità di legale rappresentante di (...) in virtù dei poteri conferiti dallo statuto, ai sensi e per gli effetti dell'art. 31 del Reg. Consob n. 11552 sulla prestazione dei servizi di investimento, dichiara sotto la propria responsabilità che la predetta Società/Persona giuridica possiede una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari. In relazione a quanto sopra, la prestazione dei servizi di investimento dalla stessa richiestaVi verrà resa in deroga alle disposizioni del suddetto Regolamento Consob richiamate dal citato art. 31".

²⁰⁹ GIRINO, *I contratti derivati*, op.cit., Milano, 2010, 326 ss. Secondo l'A. tale previsione implica che il processo valutativo debba ritenersi protratto per l'intera durata del rapporto e quindi comportare un costante aggiornamento svolto d'iniziativa dello stesso intermediario. La prosecuzione del processo valutativo, non essendo l'obbligo limitato al solo accertamento del venir meno della disponibilità finanziaria minima e non potendosi ritenere suscettibili di decadenza i due restanti requisiti data la loro palese natura di dati storici, conferma dunque che il test non esaurisce affatto l'onere di accertamento dell'intermediario.

2012 del Decreto Ministro dell'Economia e delle Finanze, 11 novembre 2011, n.236, (pubblicato in G.U del 7.3.2012 n.56) emanato a seguito della riforma MIFID e del nuovo art.6, comma 2-sexies del T.U.F.²¹⁰, che contiene i criteri per l'individuazione dei clienti pubblici professionali, di diritto o su richiesta.

Secondo tale decreto²¹¹ attuativo del nuovo articolo 6, comma 2-sexies, del T.U.F, soltanto il Governo della Repubblica e la Banca d'Italia

²¹⁰ Art.6, comma 2-sexies del D.lgs 24.02.1998, n.158, il quale afferma che “ Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob,individua con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativo procedura di richiesta”.

²¹¹ Art.2 D.M, 11.11.2011, n.236 “Clienti professionali pubblici “: Sono clienti professionali pubblici per tutti i servizi, ivi compresi quelli di gestione collettiva, e gli strumenti: a) il Governo della Repubblica; b) la Banca d'Italia. 2. L'intermediario informa il cliente professionale pubblico, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, esso e' considerato di diritto un cliente professionale e che sara' trattato come tale, a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente. L'intermediario inoltre informa il cliente del fatto che puo' richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione. 3. I clienti professionali pubblici possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quali clienti al dettaglio e concordare con gli intermediari un livello piu' elevato di protezione. 4. Il cliente professionale pubblico puo' richiedere un livello piu' elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti professionali pubblici concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisce i servizi, le operazioni o i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio”. Art. 3 “Clienti professionali pubblici su richiesta e procedura per il riconoscimento” Possono richiedere agli intermediari di essere trattati come clienti professionali le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonche' gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente i seguenti requisiti: a) entrate finali accertate nell'ultimo rendiconto di gestione approvato superiori a 40 milioni di euro; b) aver effettuato operazioni sul mercato finanziario di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso del triennio precedente la stipula del contratto; c) presenza in organico di personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze, conoscenze ed esperienza in materia di servizi di investimento, ivi compresi quelli di gestione collettiva, e strumenti finanziari. 2. La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali e' consentita se, dopo aver effettuato una valutazione adeguata delle competenze, delle esperienze e delle conoscenze del responsabile della gestione finanziaria presso i soggetti di cui al comma 1, l'intermediario puo' ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente e' effettivamente in grado di adottare con consapevolezza le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. 3. I soggetti di cui al comma 1 possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta espletata la procedura seguente: a) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario di essere in possesso dei requisiti di cui al comma 1, lettere a), b) e c) e che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare

sono automaticamente considerati dagli intermediari come “clienti professionali”. Per gli altri enti pubblici (per es. le Regioni, i Comuni e le Province), essi possono richiedere agli intermediari finanziari italiani – ma anche quelli esteri operanti in Italia – di essere trattati come clienti professionali a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente i seguenti requisiti:

1. entrate risultanti dall’ultimo bilancio approvato superiori a quaranta milioni di euro;
2. l’effettuazione di operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a cento milioni di euro nel corso dell’anno precedente la stipulazione del contratto;
3. la presenza in organico di personale qualificato addetto alla gestione finanziaria dell’ente.

Gli intermediari dovranno inoltre effettuare una valutazione adeguata delle competenze, dell’esperienza e delle conoscenze del responsabile della gestione finanziaria presso l’ente.

servizio od operazione o tipo di operazione o di prodotto; b) alla comunicazione di cui alla lettera a) e' allegata una dichiarazione del responsabile della gestione finanziaria attestante il possesso di un'adeguata qualificazione professionale in materia finanziaria, con indicazione dell'esperienza maturata nel settore finanziario; c) l'intermediario avverte i soggetti di cui al comma 1, in unacomunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; d) i clienti dichiarano per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita delle protezioni e dei rischi assunti.

4. Prima di accettare la richiesta di rinuncia alle norme di protezione dell'investitore, l'intermediario adotta le misure idonee ad accertare che il cliente che richiede di essere considerato cliente professionale soddisfa i requisiti indicati nel comma 1. L'intermediario rilascia al cliente specifica attestazione dalla quale risulta che l'intermediario ha valutato i requisiti ed ha accettato la richiesta del cliente di essere trattato come cliente professionale. 5. I soggetti di cui al comma 1 informano l'intermediario delle eventuali modifiche che potrebbero influenzare la loroclassificazione; in ogni caso, l'intermediario adotta provvedimenti appropriati se constatata che il cliente non soddisfa piu' le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali”.

Interessante risulta la lettura delle osservazioni rese sulla bozza di regolamento ministeriale da parte della ASSOSIM²¹² nelle cui conclusioni, si legge “ *In sintesi, ricondurre gli enti territoriali italiani alla categoria dei clienti professionali di diritto nei limiti e con le modalità che si sono in precedenza espresse appare un importante passo verso un'attuazione della MiFID in Italia i cui benefici possano effettivamente superarne (o almeno bilanciarne) i notevoli costi. La proposta interpretazione sembra inoltre coerente con l'impostazione di fondo della Direttiva. In particolare, si sposa con l'obiettivo della responsabilizzazione degli investitori, specificamente evocato in materia di classificazione della clientela al penultimo paragrafo della parte I dell'Allegato II, il quale assume particolare pregnanza nel settore della finanza pubblica italiana. Spetterà dunque agli enti territoriali e/o agli altri enti/organismi pubblici che ricadranno nella categoria dei clienti professionali di diritto attivare il proprio (inderogabile) diritto di richiedere un livello più elevato di protezione ogniqualvolta, sulla base delle informazioni che saranno comunque dovute loro (anche se professionali), ritenessero di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti*”.

Orbene, in assenza di una disciplina normativa specifica, e non potendo trovare applicazione la disciplina generale in tema di classificazione della clientela, attesa la presenza di una norma speciale,

²¹² Reperibile al sito www.dt.tesoro.it/documenti

la dottrina maggioritaria riteneva che gli enti locali dovessero essere considerati ad ogni effetto "clienti al dettaglio"²¹³.

E' appena il caso di rammentare che per "clienti al dettaglio" si intendono quei soggetti che necessitano di un maggior livello di protezione in quanto non posseggono l'esperienza e le competenze in materia di investimenti proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificati (cfr. art. 4, paragrafo 1, punto 12 della Direttiva

²¹³ FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, op. cit., in *La Responsabilità civile*, 2010, 742 ss.; SANGIOVANNI, *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti locali*, op. cit., in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, 31 ss. L'A. rileva come l'errore in cui incorre parte della giurisprudenza è di non tenere presente che, nel nostro ordinamento, esiste una precisa gerarchia delle fonti. Il giudice deve anzitutto orientarsi a quello che le disposizioni di legge (e non le norme di regolamento) prescrivono. In altre parole, anche qualora dovesse operare l'art. 31 reg. n. 11522/1998 (e dunque non si applicasse parte del regolamento), non verrebbe per ciò meno l'applicazione delle disposizioni di legge e - conseguentemente - dei doveri degli intermediari finanziari che risultano direttamente dal testo legislativo. Del resto ciò è affermato in modo espresso dall'art. 31, comma 1, reg. n. 11522/1998, laddove stabilisce che l'esclusione delle norme di comportamento per gli operatori qualificati opera "a eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge". Ne consegue che al dibattito sul valore dell'autocertificazione di essere operatore qualificato è stato attribuito negli ultimi anni un significato maggiore di quello che invece a ragione gli spetterebbe. AMBROSINI-DEMARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, op. cit., Milano, 2009, 264; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale: il tramonto delle dichiarazioni autoreferenziali*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, op. cit., in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss., in part. 2244. Con qualche differenza cfr. VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2010, 825 ss.. L'A con riferimento al nuovo regolamento 16190/2007, osserva che la nuova disciplina di secondo livello inreodottod a con il reg.16190/2007, infatti, ha ricondotto gli enti locali nell'alveo dei clienti professionali pubblici su richiesta. In particolare, e' stato previsto che l'ente possa chiedere di essere considerato operatore qualificato solo ove risulti essere dotato di una dimensione finanziaria di una certa consistenza, abbia posto in essere con una certa frequenza operazioni in strumenti finanziari derivati, nonche' presenti al suo interno personale qualificato in grado di occuparsi della gestione finanziaria. La MiFID, prima, e il nuovo regolamento Consob, dopo, in una prospettiva di tutela differenziata, adeguata, ragionevole e proporzionata al livello di sofisticazione inanziaria effettivamente riconosciuto in capo all'investitore ha pertanto accolto un concetto di "gestione del debito pubblico" non solo meramente amministrativa, bensì professionale: ossia attiva, esperta, sistematicamente svolta mediante autonome decisioni di investimento, essendo ritenuta paragonabile a quella di un investitore professionale e, quindi, meritevole, solo a queste condizioni, di un trattamento meno protettivo.

MIFID 2004/39/CE). Nei rapporti con i “clienti al dettaglio” si applicano infatti tutte le regole poste a protezione degli investitori previste dalle Direttive MIFID in materia di obblighi informativi²¹⁴.

²¹⁴ Sull'argomento v. *amplius* SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; GRASSELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di <<operatore>> qualificato*, op. cit., in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2011, 11,738; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 577; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, op. cit., Milano 2010, 844 ss; MAGNO - DODARO, *La nozione di operatore qualificato nel regolamento intermediari*, in *Le Società*, 2010, 3, 308; secondo il quale i «clienti al dettaglio» sono i clienti che necessitano del maggior livello di tutela in quanto non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate. Nei rapporti con i clienti al dettaglio devono quindi essere osservate tutte le regole di condotta che il Nuovo Regolamento Intermediari pone a carico dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento; SANGIOVANNI, *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 2010, 26 ss; GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffè, 2010, 22 ss; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, op. cit., Milano 2008, 17 ss; MEUCCI, *La classificazione della clientela ed il nuovo regime introdotto dalla MiFID. Dall'operatore qualificato al cliente professionale su richiesta*, in *www.personaemercato.it*, 2007.

CAPITOLO TERZO

I profili di responsabilità civile e gli orientamenti della giurisprudenza

1.-Profili di responsabilità nell'uso di strumenti finanziari derivati: analisi del fenomeno.

Uno degli aspetti più problematici dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali è sicuramente l'elevata complessità dei contratti. Infatti, per la valutazione della loro convenienza e dei connessi profili di rischio è richiesto un elevato livello di competenza in materia finanziaria sia riguardo alla strutturazione dei contratti sia in merito al loro monitoraggio.

Per far fronte a tali carenze, è stato previsto un rigido regime di vigilanza che si compone di controlli interni - di competenza dell'Organo Consiliare e del Collegio dei Revisori - e di controlli esterni, demandati al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Corte dei Conti²¹⁵.

²¹⁵ La legge finanziaria per l'anno 2007 ha previsto una specifica competenza della Corte dei conti in merito alla valutazione della regolarità delle operazioni concluse dagli enti territoriali utilizzando "strumenti finanziari derivati". Integrando precedenti disposizioni normative, il legislatore ha definito in modo più puntuale le caratteristiche che debbono presentare gli strumenti finanziari derivati che gli enti territoriali intendono utilizzare ed ha stabilito che prima di concludere ogni operazione, gli enti sono tenuti ad inviare al Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze i documenti inerenti, a pena di inefficacia del contratto. Ha previsto, inoltre, che ove il Dipartimento ravvisi irregolarità debba trasmettere apposita segnalazione alla Corte dei conti. Più in dettaglio, la disposizione contenuta nella legge finanziaria per il 2007, ha integrato le previsioni contenute nell'art. 41 della legge finanziaria per il 2002, legge 28 dicembre 2001, n. 448, aggiungendovi due commi. Il primo, il comma 2-bis, impone alle regioni e agli enti locali di trasmettere al Dipartimento del Tesoro, prima della loro sottoscrizione, i contratti con i quali

All'interno di ciascun Ente territoriale la competenza generale a decidere gli equilibri di bilancio e la possibilità di accedere al mercato dei capitali spetta, in base al Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli Enti territoriali, all'Organo Consiliare²¹⁶. Inoltre, chi sottoscrive un

si “pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati”. Come accennato, l’adempimento ha carattere preventivo poiché la norma prevede che la trasmissione “deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi” e la mancata trasmissione è specificamente sanzionata, risultando previsto che la trasmissione sia “elemento costitutivo dell’efficacia degli stessi” (vale a dire dei contratti). Il secondo, il comma 2-ter, prevede che “delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa”, il Dipartimento del Tesoro deve trasmettere una specifica “comunicazione alla Corte dei conti per l’adozione dei provvedimenti di sua competenza”. A questo proposito occorre rammentare che sin dal 2003 il Ministero dell’Economia aveva disposto l’attivazione di meccanismi di monitoraggio dei “dati relativi all’utilizzo netto di forme di credito a breve termine presso il sistema bancario, ai mutui accessi con soggetti esterni alla pubblica amministrazione, alle operazioni derivate concluse e ai titoli obbligazionari emessi nonché alle operazioni di cartolarizzazione concluse”, mediante l’invio trimestrale al Dipartimento del tesoro di appositi modelli riepilogativi. Con la norma contenuta nella legge finanziaria per il 2007, viene ad aggiungersi l’obbligo della comunicazione preventiva di ogni contratto concernente sia l’ammortamento dei titoli bullet che le operazioni in strumenti finanziari derivati. L’intendimento del legislatore è stato quello di mantenere la raccolta dei dati inerenti alle operazioni finanziarie in strumenti derivati in capo al Ministero dell’Economia e delle Finanze, ma, anche in relazione alla nuova struttura che ha assunto la Repubblica, di riservare l’esame definitivo e la pronuncia sulla regolarità contabile dell’operazione alla Corte dei conti, organo che opera in posizione di imparzialità e terzietà nell’interesse di tutte le realtà che concorrono a costituire la Repubblica. La specifica competenza riconosciuta alla magistratura contabile si inserisce nell’ambito delle attribuzioni di controllo che, a partire dall’anno 2003, sono state progressivamente affidate alle Sezioni regionali di controllo, in considerazione del loro ruolo di garanti della corretta gestione delle risorse pubbliche nell’interesse, contemporaneamente, dei singoli enti territoriali e della comunità che compone la Repubblica (posizione già riconosciuta alla Corte dei conti dalla giurisprudenza costituzionale a partire dalla nota sentenza del 27 gennaio 1995, n. 29 e, ribadita, sia dalla sentenza 9 novembre 2005, n. 417, che, in particolare, dalla recente pronuncia n. 179, in data 7 giugno 2007). Sull’argomento vedasi in particolare PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile, op. cit.*, in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 13 ss; cfr. Corte dei Conti, Sezioni Riunite in sede di Controllo, Audizione alla VI Commissione “Finanze e Tesoro” del Senato della Repubblica del 18/02/2009 in *www.corteconti.it*; Relazione del Presidente GIAMPAOLINO al Convegno del 23 maggio 2011 “*L’esperienza nell’utilizzo dei derivati da parte degli enti locali italiani*” *www.corteconti.it*; Audizione del Direttore Centrale Area Corporate dell’ABI Dott. Domenico Santececca alla VI Commissione “Finanze e Tesoro” del Senato della Repubblica del 18/02/2009 “*Indagine conoscitiva sull’utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*”.

²¹⁶ Da un punto di vista strettamente normativo, il ricorso all’indebitamento da parte degli enti locali trova regolamentazione nell’art. 202 del Testo Unico sugli Enti Locali, D Lgs.18.08.2000,n. 267 (c.d. T.U.E.L.), il quale, prevedendo che “il ricorso all’indebitamento da

parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti”, fissa il principio generale in base al quale l’indebitamento di tali enti può essere destinato a finanziare solo spese in conto capitale e non spese correnti. Invero, la stessa norma consente il ricorso a mutui passivi anche per il finanziamento di debiti fuori bilancio e per altre destinazioni di legge, così legittimando interpretazioni distorsive di tale principio generale. Si veda art. 204 (T.U.E.L.) *“Regole particolari per l’assunzione di mutui”*. 1. Oltre al rispetto delle condizioni di cui all’articolo 203, l’ente locale può assumere nuovi mutui e accedere ad altre forme di finanziamento reperibili sul mercato solo se l’importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, a quello dei prestiti obbligazionari precedentemente emessi, a quello delle aperture di credito stipulate ed a quello derivante da garanzie prestate ai sensi dell’articolo 207, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi, non supera il 12 per cento per l’anno 2011, l’8 per cento per l’anno 2012, il 6 per cento per l’anno 2013 e il 4 per cento a decorrere dall’anno 2014 delle entrate relative ai primi tre titoli delle entrate del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l’assunzione dei mutui. Per le comunità montane si fa riferimento ai primi due titoli delle entrate. Per gli enti locali di nuova istituzione si fa riferimento, per i primi due anni, ai corrispondenti dati finanziari del bilancio di previsione. 2. I contratti di mutuo con enti diversi dalla Cassa depositi e prestiti, dall’Istituto nazionale di previdenza per i dipendenti dell’amministrazione pubblica e dall’Istituto per il credito sportivo, devono, a pena di nullità, essere stipulati in forma pubblica e contenere le seguenti clausole e condizioni: a) l’ammortamento non può avere durata inferiore ai cinque anni; b) la decorrenza dell’ammortamento deve essere fissata al 1° gennaio dell’anno successivo a quello della stipula del contratto. In alternativa, la decorrenza dell’ammortamento può essere posticipata al 1° luglio seguente o al 1° gennaio dell’anno successivo e, per i contratti stipulati nel primo semestre dell’anno, può essere anticipata al 1° luglio dello stesso anno; c) la rata di ammortamento deve essere comprensiva, sin dal primo anno, della quota capitale e della quota interessi; d) unitamente alla prima rata di ammortamento del mutuo cui si riferiscono devono essere corrisposti gli eventuali interessi di preammortamento, gravati degli ulteriori interessi, al medesimo tasso, decorrenti dalla data di inizio dell’ammortamento e sino alla scadenza della prima rata. Qualora l’ammortamento del mutuo decorra dal primo gennaio del secondo anno successivo a quello in cui è avvenuta la stipula del contratto, gli interessi di preammortamento sono calcolati allo stesso tasso del mutuo dalla data di valuta della somministrazione al 31 dicembre successivo e dovranno essere versati dall’ente mutuatario con la medesima valuta 31 dicembre successivo; e) deve essere indicata la natura della spesa da finanziare con il mutuo e, ove necessario, avuto riguardo alla tipologia dell’investimento, dato atto dell’intervenuta approvazione del progetto definitivo o esecutivo, secondo le norme vigenti; f) deve essere rispettata la misura massima del tasso di interesse applicabile ai mutui, determinato periodicamente dal Ministro del tesoro, bilancio e programmazione economica con proprio decreto. 2-bis. Le disposizioni del comma 2 si applicano, ove compatibili, alle altre forme di indebitamento cui l’ente locale acceda. 3. L’ente mutuatario utilizza il ricavato del mutuo sulla base dei documenti giustificativi della spesa ovvero sulla base di stati di avanzamento dei lavori. Ai relativi titoli di spesa è data esecuzione dai tesoriери solo se corredati di una dichiarazione dell’ente locale che attesti il rispetto delle predette modalità di utilizzo”. Circa le funzioni dell’organo consiliare si richiama l’art 42 T.U.E.L. che recita *“Attribuzioni dei consigli*.1. Il consiglio è l’organo di indirizzo e di controllo politico-amministrativo.2. Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: a) statuti dell’ente e delle aziende speciali, regolamenti salva l’ipotesi di cui all’articolo 48, comma 3, criteri generali in materia di ordinamento degli uffici e dei servizi; b) programmi, relazioni previsionali e programmatiche, piani finanziari, programmi triennali e elenco annuale dei lavori pubblici, bilanci annuali e pluriennali e relative variazioni, rendiconto, piani territoriali ed urbanistici, programmi annuali e pluriennali per la loro attuazione,

contratto relativo a strumenti finanziari derivati deve attestare per iscritto di avere preso conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dello stesso.

Tuttavia, come già evidenziato in tema di operatore qualificato, alcuni Enti Locali soprattutto di piccole e medie dimensioni possono non essere dotati di strumenti e competenze adeguate per la valutazione di tali operazioni. A tal proposito, la Corte dei Conti ha riscontrato la necessità di avvalersi di un consulente finanziario indipendente (*advisor*)²¹⁷ nell'eventualità che ci sia l'intenzione da parte dell'Ente di

eventuali deroghe ad essi, pareri da rendere per dette materie;c) convenzioni tra i comuni e quelle tra i comuni e provincia, costituzione e modificazione di forme associative;d) istituzione, compiti e norme sul funzionamento degli organismi di decentramento e di partecipazione;e) organizzazione dei pubblici servizi, costituzione di istituzioni e aziende speciali, concessione dei pubblici servizi, partecipazione dell'ente locale a società di capitali, affidamento di attività o servizi mediante convenzione; f) istituzione e ordinamento dei tributi, con esclusione della determinazione delle relative aliquote; disciplina generale delle tariffe per la fruizione dei beni e dei servizi;g) indirizzi da osservare da parte delle aziende pubbliche e degli enti dipendenti, sovvenzionati o sottoposti a vigilanza;h) contrazione dei mutui non previsti espressamente in atti fondamentali del consiglio comunale ed emissione dei prestiti obbligazionari;i) spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo...omissis.....Sul punto in dottrina, a mero titolo indicativo, cfr. Cfr., in dottrina, TRUDU, *Derivati negli enti locali: ancora un restyling normativo, op.cit.*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2009, 3, 117; ASTEGIANO, *Questioni inerenti all'indebitamento, all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati... e non solo*, in *Azienditalia*, 2009, 6,435; Petronio, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, op.cit., in *La Finanza locale*, 2008 fasc. 3, pp. 95 e ss; AMOROSINO, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali* (Relazione al Convegno organizzato dal dipartimento di diritto pubblico studi sociali dell'Università di Cagliari sul tema: "Strumenti finanziari e risorse per le autonomie", Cagliari, 16-17 marzo 2007), in *Il Diritto dell'economia*, 2007, fasc. 2, pp. 413 e ss; MAROTTA, *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: referti della corte dei conti*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 96 e ss; STROCCHIA, *Operazioni in derivati per la gestione del debito e normativa relativa*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2007, fasc. 11, 1198 ss; DENTE, *Il reperimento delle risorse mediante gli strumenti di finanza innovativa (seconda parte)*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 137 e ss.

²¹⁷ Cfr. Relazione GIAMPAOLINO, nel *Saluto introduttivo* (p. 3) al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei **derivati** da parte degli **enti locali** italiani" (23 maggio 2011), cit., reperibile in www.corteconti.it. In cui il presidente rileva come "in un contesto di risorse sempre più scarse, rimane la necessità per gli enti di governo locali di sostenere una adeguata attività di investimento, al fine di garantire un idoneo livello di infrastrutture del territorio quale condizione indispensabile per lo

contrarre un derivato, in quanto, corre l'obbligo di distinguere nettamente la posizione dell'*advisor* da quella dell'intermediario finanziario, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse, vista la particolare natura ed entità degli interessi in gioco.

È stato rilevato, infatti, dalla magistratura contabile, che gli Enti che si sono avvalsi di tale consulenza, riscontravano minori problemi

sviluppo economico nel lungo periodo. Ciò obbliga le amministrazioni locali a compiere scelte di gestione finanziaria sempre più attente e ponderate, così da ottenere il migliore rapporto possibile tra le limitate risorse disponibili impiegate e i risultati ottenuti. Tuttavia, alla luce di tutti i profili di criticità sopra esposti, non può disconoscersi che, per quanto attenta possa essere la regolamentazione che verrà adottata dal MEF, il miglioramento della qualità delle operazioni che verranno stipulate non potrà prescindere dall'effettiva competenza di chi andrà a negoziare i contenuti per l'ente locale. Premesso che l'affidamento di tale ruolo ad un advisor esterno ha mostrato, come è noto, i suoi limiti in termini di conflitti di interesse, potenziali se non effettivi, è essenziale che tali competenze maturino all'interno del comparto pubblico. Il problema, pertanto, come sovente avviene, ricade in quello più ampio delle ristrutturazioni delle pubbliche amministrazioni, delle professionalità da creare e coltivare in esse, del senso della tutela degli interessi pubblici che questi apparati devono sempre avere, del problema delle relative misure perché ciò avvenga e sia garantito. Trattasi di problemi ai quali la Corte presta costante attenzione. Sotto tale riguardo, particolare significatività assume il ruolo della Corte nelle sue articolazioni locali e centrali e nello svolgimento delle sue diverse funzioni, al fine di consentire lo sviluppo di corrette prassi gestionali che siano orientate al rispetto non solo formale, ma anche sostanziale delle regole". Ed ancora Corte dei Conti, sezioni riunite in sede di controllo "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", dinanzi al Senato della Repubblica, 6^a Commissione - Finanze e tesoro del 18 febbraio 2009, in www.corteconti.it. A pg. 35 della relazione si legge "Qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un advisor dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria. Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione. Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'advisor e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse. In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un advisor che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione, come è stato rilevato in alcune occasioni. Peraltro, si è rilevato che enti che avevano proceduto a stipulare contratti a seguito di analisi svolte da advisor indipendenti, vale a dire non collegati con l'intermediario finanziario, risultavano avere meno problemi di molti altri enti".

rispetto ad altri che l'hanno ritenuta superflua²¹⁸.

La stessa Corte dei Conti ha chiaramente evidenziato l'urgenza di dare la necessaria applicazione a quanto disposto dal d.lgs 17 settembre 2007, n.164 relativamente al rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari << con riferimento alla distinzione fra clienti al dettaglio e professionali>> e ai conseguenti doveri in termini di valutazione di adeguatezza e appropriatezza degli strumenti proposti²¹⁹.

Quanto agli enti locali di minore dimensione, appare importante quanto segnalato dalla Corte dei Conti in ordine all'esigenza di <<un monitoraggio anche valutativo>>, cioè <<finalizzato ad impedire

²¹⁸ V. ancora Corte dei Conti, sezioni riunite in sede di controllo *"Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni"*, dinanzi al Senato della Repubblica, 6^a Commissione - Finanze e tesoro del 18 febbraio 2009, in www.corteconti.it. V. anche in ordine all'eventuale problema del conflitto di interessi tra advisor ed intermediario: Deliberazione n.52 del 17.04.2008, della Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, in www.amcorteconti.it/controlli, in cui si legge che *"qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un advisor dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria. Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione. Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'advisor e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse. In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un advisor che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione"*.

²¹⁹ Cfr. Ancora Corte dei Conti, sezioni riunite in sede di controllo *"Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni"*, dinanzi al Senato della Repubblica, 6^a Commissione - Finanze e tesoro del 18 febbraio 2009, in www.corteconti.it. Relazione GIAMPAOLINO, nel Saluto introduttivo (p. 3) al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei *derivati* da parte degli *enti locali* italiani" (23 maggio 2011), cit., reperibile in www.corteconti.it

finalita' improprie>> rispetto alla causalita' consentita: il che potrebbe contribuire ad arrestare fenomeni legati ad una utilizzazione dei derivati non in linea con le regole ed i principi di sana finanza²²⁰.

²²⁰ V. Relazione scritta del procuratore generale della Corte dei Conti, RISTUCCIA nel corso della cerimonia di Inaugurazione dell'anno giudiziario del 17 febbraio 2010, in cui si legge a pg. 100 *"L'uso distorto degli strumenti derivati, rivolto a finalità estranee alle esigenze di copertura dei rischi - incentivato da condizioni iniziali che apparivano inizialmente favorevoli - si è esteso talora anche ad enti di modeste dimensioni, generalmente sprovvisti di strutture e di professionalità idonee ad esprimere valutazioni d'ordine economico-finanziario. Il legislatore ha conseguentemente cercato di arginare i fenomeni distorsivi, dettando regole sempre più stringenti sull'uso dei derivati, introducendo anche nuove metodologie di controllo, pervenendo, da ultimo, con le finanziarie 2008 e 2009 al congelamento delle operazioni sui derivati"*; Deliberazione n.52 del 17.04.2008, della Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, cit in www.amcorteconti.it/controlli, Corte dei Conti, *Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali*, relazione presentata al Senato della Repubblica, Commissione Programmazione economica, novembre 2004 reperibile sul sito www.senato.it.

2.- Il ruolo dell'informazione nei rapporti tra intermediario ed ente locale

Un ulteriore aspetto critico, su cui si è soffermata l'attenzione della magistratura contabile, riguarda la difficoltà di stimare il reale costo effettivo dell'operazione, in quanto, spesso accade che non tutti i costi vengano evidenziati esplicitamente. In particolare, alcune clausole che possono incidere sulla convenienza o meno dei contratti, vengono inserite all'interno delle diverse componenti di base che determinano l'andamento dei successivi pagamenti, modificandone i flussi futuri²²¹.

Tale aspetto incide notevolmente sulla gestione finanziaria dell'Ente, in quanto, non permette di stimare nel bilancio preventivo le

²²¹ Vedasi Relazioni di MUSSARI, DELFINO, SARCINELLI, PIGNATARO, RUGHETTI tenute al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali italiani" presso la Corte dei Conti Aula delle Sezioni Riunite (Roma) del 23 maggio 2011. Relazione sulla gestione finanziaria delle Regioni: esercizi 2008-2009, Corte dei Conti, Sezione delle Autonomie, Deliberazione 17/2010. Indagine conoscitiva sulla finanza locale, Corte dei Conti, Sezioni riunite in sede di controllo, V Commissione Bilancio, camera dei deputati, 20 gennaio 2010, in www.corteconti.it/documenti/controllo. Cfr anche Relazione del procuratore generale sezione giurisdizionale del Molise della Corte dei Conti del 2011, ROMANELLI, in cui si osserva pg. 12 che *"la previsione normativa sembra essere lacunosa, poiché il vantaggio da prendere in considerazione, anche ai fini della sana gestione finanziaria dell'ente, non può essere solo quello meramente finanziario, dato dalla differenza fra l'attualizzazione dei flussi dei pagamenti della passività originaria e quelli della nuova passività, ma deve consistere in una valutazione, allo stesso tempo, finanziaria ed economica, compiuta non solo in relazione ai dati finanziari attualizzati dell'operazione ma anche ai rischi che l'ente locale assume con la nuova operazione di indebitamento nonché alle conseguenze dell'allungamento del periodo del debito che vincola l'attività futura dell'amministrazione..."*. In siffatto contesto, assume rilievo fondamentale il nuovo art. 119 della Costituzione che – com'è risaputo – ammette il ricorso all'indebitamento esclusivamente per spese di investimento. Ed è proprio con riferimento a tale principio costituzionale che le Sezioni Riunite hanno rimarcato come *"...la rinegoziazione non può essere uno strumento di liberazione immediata di risorse, soprattutto se utilizzate, anche di fatto, per far fronte alla spesa corrente..."*, tanto più quando sia previsto un allungamento dei termini di pagamento del debito originario, poiché, in tal caso, ad evitare che vengano vincolate risorse finanziarie appartenenti in linea di principio alle generazioni future *"...la sana gestione finanziaria impone che le risorse eventualmente liberate nell'immediato vengano destinate a spese di investimento, produttive di maggior ricchezza per l'ente e, conseguentemente, anche per gli amministrati..."* La posizione della magistratura contabile viene analiticamente richiamata nell'articolo di PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op. cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 6 ss.

reali uscite di cassa. Infatti, l'attuale sistema di contabilità pubblica, rende la rappresentazione dei contratti derivati nei bilanci decisamente complessa, non permettendo di registrare gli oneri futuri derivanti dagli *swap*, in quanto, essi non costituiscono indebitamento. Pertanto, la trasparenza dei conti pubblici viene così inequivocabilmente ridotta²²².

²²² GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, op. cit., in Banca, borsa tit. cred., 2011, 1,35 ss; GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in tema di derivati over the counter*, op.cit., in Banca, borsa tit. cred., 2011, 6, 794; ZAMAGNI, CEDRINI, *La clausola "up front" non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola del tribunale. E anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovra indebitarsi*, op.it., in Diritto e Giustizia, 2010, 75. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in Contr. impr., 2010, 499 ss.; VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, op.cit., in Resp. civ., 2010, 825 ss. L'A. osserva come " le regole contabili che attendono alla redazione del bilancio di esercizio negli enti locali prevedono che tutti i valori patrimoniali confluiscono all'interno di un solo prospetto, in quanto l'approccio sistematico volto alla rilevazione dei fenomeni economici è teso a verificare il mantenimento di un equilibrio di breve periodo tra entrate ed uscite. A differenza, infatti, del bilancio di esercizio aziendalistico la ricchezza prodotta non viene distinta dal debito accumulato. Al fine di temperare tale indifferenza insita nella rilevazione dei valori patrimoniali è stata introdotta una netta separazione tra la gestione corrente e gli investimenti: mentre i primi tre titoli di entrata, infatti, accolgono le entrate correnti e vengono finalizzati solo al finanziamento delle spese correnti, i rimanenti titoli di entrata sono destinati ad accogliere le risorse in conto capitale e vengono finalizzati a coprire le spese di investimento: il prospetto di bilancio unico è, quindi, diviso in due parti non comunicanti tra loro perché, avendo finalità diverse, vengono alimentate da fonti di finanziamento distinte. Nell'ambito dell'attuale sistema contabile di bilancio degli enti locali, quindi, nel caso in cui, durante la vita del contratto, l'ente risulti essere debitore di una somma di denaro nei confronti dell'intermediario finanziario, ovvero maturi una minusvalenza, il corrispondente flusso di cassa negativo verrà rappresentato solo come perdita potenziale futura. Tale valore dovrà essere, di conseguenza, imputato ad un Fondo rischi che permetta di assicurare all'ente la possibilità di far fronte a tali maggiori oneri nel caso in cui si manifestino concretamente al momento dello scioglimento del contratto. Nel caso in cui, invece, l'ente locale risulti essere creditore di una somma di denaro nei confronti dell'intermediario finanziario, ovvero maturi una plusvalenza, i principi di prudenza e di sana gestione finanziaria stabiliscono che il corrispondente flusso di cassa positivo non debba essere imputato alle entrate correnti di bilancio, in quanto i flussi differenziali positivi realizzati nel breve periodo, non essendosi ancora definitivamente consolidati o definitivamente acquisiti, non potranno essere utilizzati per finanziare le spese correnti. A tale riguardo, infatti, è indispensabile rilevare che nel medio-lungo termine l'operazione finanziaria potrebbe produrre flussi differenziali negativi trasformando, quindi, la maggiore entrata precedentemente acquisita in una maggiore spesa successiva. Per questo è opportuno costituire un Fondo rischi che vincoli i risparmi iniziali eventualmente ottenuti con lo swap, da doversi utilizzare, quindi, solamente per far fronte ad un eventuale versamento futuro di differenziali negativi". V. Corte dei Conti, sezione regionale di controllo per la Puglia, pronuncia n. 65/2007, consultabile sul sito internet www.corteconti.it; Sezione regionale di controllo per la Lombardia, deliberazione n. 596/2007, in particolare 19 consultabile sul sito www.corteconti.it

Ne consegue che il ricorso a tali strumenti può consentire all'ente di migliorare temporaneamente i propri conti a discapito degli esercizi successivi, su i quali ricadrà l'onere di rimborso del debito.

Nel documento approvato dalla 6^A Commissione permanente del Senato, a conclusione dell'“Indagine sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni” già precedentemente richiamato, si legge che *“l'effettiva mancanza di una specifica competenza finanziaria da parte degli enti interessati ha rappresentato uno dei motivi del diffondersi, negli enti stessi, di prassi operative discutibili che hanno comportato alcune rilevanti criticità nelle procedure per l'utilizzo degli strumenti derivati e nel rispetto dei criteri prudenziali di sana gestione”*²²³.

In questo contesto, assume particolare rilevanza la problematica dell'**asimmetria informativa** tra enti territoriali ed intermediari. Ove questa è sussistente, l'ente locale è in posizione di debolezza rispetto alla controparte contrattuale in possesso di strumenti e competenze specifiche maggiori²²⁴.

²²³ Reperibile on line www.senato.it/documenti.

²²⁴ Sul problema dell'asimmetria informativa, vasta è la letteratura in termini esemplificativi vedasi TAROLLI, *I derivati O.T.C. tra funzione di coperture e problemi di asimmetria*, in *Finanza, derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana, Iura, Edizioni ETS, Pisa, 2012 111 ss; GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509; PISAPIA, *La invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, op.cit., in *I Contratti*, 2011, 3,244. VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2010, 825 ss; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss.; FANTETTI, *Contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2010, 11, 739; LUBERTI, *Strumenti finanziari derivati*:

Il problema - certamente molto complesso e meritevole di approfondite ed autonome indagini -, costituisce uno dei punti nodali di riflessione su cui si sono appuntate le analisi degli studiosi, perché correttamente ritenuto fondamentale per le relazioni fra individui, gruppi e categorie all'interno delle società post-industriali avanzate²²⁵.

legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali, op. cit., in Giur. it., 2010, 202 ss; PICCININI, La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative, op. cit., in Contr. impr., 2010, 499 ss.; SALATINO, La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario, op. cit., in Nuova giur. civ. comm., 2010, II, 116 ss.; SANGIOVANNI, I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza, op.cit., in Nuova giur. civ. comm., 2010, II, 39 ss.; AMBROSINI-DEMARCHI, Banche, consumatori e tutela del risparmio, op.cit., Milano, 2009, 291; MEUCCI, Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, op. cit., in Obbl. e Contr., 2008, 4, 341 ; PICCININI, I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive, Padova, 2008; FANTETTI, I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari, in Dir. e prat. soc., XI, 2009; TAROLLI, Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, op. cit., in Giur. comm., 2008, I, 1169 ss. PIRAS, Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza, op. cit., in Resp. civ. prev., 2008, 2219 ss; PARACAMPO, Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento, in Banca borsa tit. cred., 2007, II, 93 ss. ; PERRONE, Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento, in Banca borsa tit. cred., 2006, I, 372 ss.; GRUNDMANN, L'autonomia privata nel mercato interno, op.cit., in Europa e dir. privato, 2001, p. 277.

²²⁵ L'informazione riveste un ruolo centrale ai fini del buon funzionamento del sistema finanziario. Tale assunto trova peraltro un formale riconoscimento giuridico in molti ordinamenti, tanto da poter giungere ad affermare che l'intero funzionamento dei mercati finanziari si fonda sull'informazione. Infatti l'intermediario - soggetto che svolge professionalmente attività finanziaria- ha il dovere di informare in modo adeguato l'investitore atteso che entrambi dispongono di un patrimonio informativo diverso. I regolatori ritengono che questa asimmetria informativa debba essere ridotta a vantaggio del cliente. Più in generale sul ruolo dell'informazione nei mercati finanziari v. SARTORI, *Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele*, in *Finanza, derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana, Iura, Edizioni ETS, Pisa, 2012 111 ss, il quale osserva come "la nozione di asimmetria informativa appare un nuovo modello normativo, un criterio di selezione degli interessi utile all'interprete del diritto che studia l'ordinamento giuridico dei mercati mobiliari. Non si tratta naturalmente di una grand categoria logica, di una categoria ordinante, ma di un criterio di sintesi, un criterio ermeneutico, non ideologico, che ci viene consegnato dalla scienza economica e che si dimostra capace di cogliere i tratti salienti della realtà socio-economica del mercato"; CALLEGARI, *Tre sentenze in tema di informazione finanziaria: con qualche annotazione a margine*, in *Giur. it., 2011, 873 ss.; FACCI, Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009; Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011; TUCCINI, *Alcune importanti puntualizzazioni in tema di limiti al dovere di informazione da parte degli intermediari finanziari*, in *Foro pad., 2011, I, 346 ss.; GRECO, Intermediazione finanziaria e regole d'informazione: la disomogeneità del quadro rimediabile e la "tranquillità" della tradizione*, in *Resp. civ. prev., 2010, 2561 ss.; GRECO, Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev., 2010, 428 ss.; NATOLI, Le informazioni*

Uno degli obiettivi principali cui sembra ambire il legislatore è quello della chiarezza e dell'esaustività dell'informazione e ciò al fine di "riscattare" l'investitore sia esso privato che pubblico dalla sua naturale posizione di debolezza contrattuale. Solo l'informazione può rappresentare la garanzia dell'adesione consapevole di quest'ultimo, consentendogli di avere in dotazione un bagaglio di notizie utili a porre in essere una scelta razionale. Si è al riguardo osservato che

dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio", in I Contratti, 2010, 67 ss.; BERTOLINI, Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile?, in Resp. civ. prev., 2010, 2333; GOBIO CASALI, Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore, in Giust. civ., 2010, II, 301 ss.; PURPURA, Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid, in Banca, borsa tit. cred., 2010, I, 609 ss. MUSCO CARBONARO-PANTALEO, Impatto della Mifid sul contenzioso tra banche e clienti - Gli obblighi informativi, in Aa.Vv., La Mifid, cit., 917 ss.; ROMEO, Informazione e intermediazione finanziaria, in Nuove leggi civ. comm., 2010, 647 ss.; SARTORI, Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità, in AA.VV., L'attuazione della Mifid in Italia, a cura di D'APICE, Bologna, 2010, 615 ss.; CIAN, L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari, I contratti del mercato finanziario, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, 231; TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, 199. ALPA, Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune, in Econ. dir. terz., 2009, 395 ss.; GRAZIOSO, Le conseguenze risarcitorie della violazione dell'obbligo di informare adeguatamente il risparmiatore, in Resp. civ. prev., 2009, 1352 ss.; FRUMENTO, Le informazioni fornite ai clienti, in Aa.Vv., La Mifid in Italia, a cura di ZITIELLO, Torino, 2009, 279 ss.; SANGIOVANNI, Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi, in Corr. giur., 2009, 1257 ss.; BRUNO, L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria", in Giur. comm., 2008, II, 391 ss.; SANGIOVANNI, Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID, in Giur. it, 2008, pag. 785. MARAGNO, L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari, in Nuova giur. civ. comm., 2008, I, 1280 ss.; PROSPERI, Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725), in Contr. e impr., 2008, 936 ss.; SANGIOVANNI, Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria, in Dir. com. scambi int., 2007, 363 ss.; GALLO, Asimmetrie informative e dovere di informazione, in Riv. dir. civ., 2007, 644.; GOBBO, La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso, in Giur. comm., 2007, pg 60 ss; PANZINI, Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale, in Contr. e impr., 2007, 983 ss.; TICOZZI, Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari, in Contratti, 2007, 363 ss.; PERRONE, Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento, in Banca, borsa tit. cred., 2006, I, 372 ss.

l'informazione ed il suo uso è la risorsa cardine delle relazioni di potere, nonché l'unità di misura delle disuguaglianze sociali all'interno della dimensione dello scambio²²⁶.

L'impostazione dottrinale e giurisprudenziale²²⁷ riconosce che il

²²⁶ Sull'argomento v. *amplius* la monografia di MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, Nuova giuridica, 2011, 246 ss.; COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, 719 ss.

²²⁷ Per la dottrina si rimanda alla nota 226), cfr. anche, ROMEO, *Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 6, 440. L'A. osserva "come nel settore dell'intermediazione finanziaria sia fondamentale, pertanto, risulta l'esigenza di predisporre una tutela ritagliata sul singolo investitore e quindi capace di guardare oltre l'assolvimento degli obblighi regolamentari. Atteso l'esasperato tecnicismo che connota la materia in esame, infatti, appare pressoché impossibile risolvere l'asimmetria cognitiva tra intermediario e investitore per il tramite di adempimenti meramente cartacei. L'informazione, viceversa, per svolgere appieno le sue funzioni deve essere «elastica, ritagliata sul profilo e sui desideri del cliente, calibrata rispetto alle particolarità del rapporto»; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., in *Contr.e impresa*, 2010, 505 ss.; MARCHIANDI, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, parte II, p. 376 ss., INZITARI, PICCININI, *L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale*, in *Tutela del risparmio*, Authorities, Governo Societario, AA.VV., a cura di BILANCIA, RIVOLTA, Giuffrè, Milano, 2008, 249 ss. Vasta è la giurisprudenza di merito sulla funzione degli obblighi di informazione, a titolo solo esemplificativo Trib. Napoli, 9.11.2009, in *www.ilcaso.it*, secondo cui "costituisce grave inadempimento la violazione degli obblighi informativi previsti dall'articolo 28, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, attinenti la natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione, non essendo idoneo a fornire tale informazione il documento generale sui rischi di investimento. L'omissione dell'informazione in questione non consente all'investitore di effettuare una scelta libera e consapevole, specialmente ove la violazione riguardi titoli trattati al cd. grey market per i quali non è disponibile l'offering circular" e ancora "Se non è possibile sostenere che l'intermediario abbia l'obbligo di informare il cliente dell'andamento del titolo successivamente all'acquisto, riesce difficile sostenere il concorso di colpa del cliente per non essersi costantemente informato della quotazione del titolo stesso per poter assumere iniziative idonee a limitare il danno."; Trib. Milano, 28.09.2009, in *www.ilcaso.it*, secondo cui "la violazione dell'obbligo di informazione sul grado di rischio dell'operazione costituisce fonte di responsabilità risarcitoria a carico dell'intermediario". Appello Torino, 15.09.2009, in *www.ilcaso.it*, secondo cui "gli artt. 28 e 29 del Regolamento Consob n. 11522/1998 pongono a carico dell'intermediario due obblighi distinti, ma tra loro strettamente connessi che si coordinano, a loro volta, con quello generale di assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi, mediante l'impiego di apposite procedure interne (articolo 56, comma 2, lett. a) reg. cit. Tali obbligazioni, sebbene tra loro strettamente connesse, sono tuttavia oggetto di distinte previsioni e di diversificata modalità di osservanza che operano in positivo, attraverso prescrizioni di attività piuttosto che di divieti, sicché l'osservanza dell'una non necessariamente assolve il rispetto dell'altra"; Trib. Torino, 26.08.2009, in *www.ilcaso.it*, secondo cui "L'informativa che l'intermediario deve dare all'investitore con riferimento alla specifica operazione che il medesimo si accinge a compiere non può consistere in una avvertenza formulata in maniera generica e formale e tale da non consentire al cliente di comprendere l'effettiva portata dell'operazione ed il relativo livello di rischio."; Appello Torino, 28.07.2009, in *www.ilcaso.it*, secondo cui "il nesso di causalità tra inadempimento dell'intermediario ai propri

doveri informativi ed il danno patito dal cliente può essere ritenuto sussistente anche sulla base di presunzioni, potendosi affermare che un investitore di normale prudenza non avrebbe dato corso ad un investimento particolarmente rischioso se fosse stato debitamente informato delle caratteristiche del medesimo."; Trib. Ancona, 8.07.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "il fatto che il cliente abbia dichiarato di possedere un'alta propensione al rischio non esonera la banca dal dare l'avvertimento di cui all'articolo 29 reg. Consob n. 11522/98 relativo alla inadeguatezza dell'operazione, posto che l'esenzione dagli obblighi informativi ricorre solo nei riguardi degli operatori qualificati"; Appello Milano, 24.04.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'inadempimento ai doveri informativi relativi alla rischiosità dell'investimento ed all'inadeguatezza dell'operazione è causa efficiente non solo del minor valore dell'investimento ma anche delle perdite conseguenti al mancato incasso delle cedole programmate"; Appello Milano, 16.02.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'intermediario è tenuto ad allegare e provare di aver assolto agli obblighi di informazione previsti dall'articolo 28, comma 2, reg. Consob n. 11522/98 aventi ad oggetto la natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione" e ancora "gli obblighi informativi dell'intermediario, sia che abbiano natura generale o specifica, sia che riguardino profili soggettivi od oggettivi, non possono ritenersi esauriti con il compimento di attività preventive o contestuali alla stipulazione del contratto quadro e alle singole prestazioni dei servizi di investimento. Tali obblighi, ove tra le parti esista un vincolo contrattuale destinato a regolare nel tempo l'attività di investimento, devono, infatti, ritenersi estesi all'intero periodo di vigenza del contratto, posto che l'esigenza di una informazione il più possibile corretta ed adeguata nei confronti dell'investitore – che è la ragione mentale che permea l'intera normativa in materia – raccordandosi anche al principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto, sussiste in presenza di ogni atto o circostanza sopravvenuta idonea ad incidere negativamente sul livello informativo raggiunto in occasione ed in relazione ai singoli contratti di acquisto."; Trib. Gorizia, 31.01.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'intermediario, in applicazione dell'ultimo comma dell'articolo 23 del d. lgs. n. 58/1998, deve provare di aver puntualmente e correttamente adempiuto al dovere di informazione imposto dagli artt. 21 del citato d. lgs. e 28 del reg. Consob n. 11522/1998 con particolare riferimento alle caratteristiche, alle implicazioni ed ai rischi della specifica operazione che l'investitore si accinge a compiere, da tale dovere l'intermediario non è esonerato nel caso in cui gli ordini vengano dal cliente impartiti per via telematica". Trib. Verona, 23.12.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "può ritenersi provato il nesso di causalità tra difetto di informazione da parte dell'intermediario e danno patito dall'investitore in dipendenza del mancato rimborso del capitale investito in obbligazioni Cirio qualora, in ragione del profilo di rischio emergente dalla precedenti operazioni, si possa ragionevolmente escludere che l'investitore, se fosse stato adeguatamente informato, avrebbe effettuato un investimento inadeguato." e ancora "il danno da mancato guadagno causato dalla violazione dei doveri informativi, ove possa ritenersi provato che l'investitore avrebbe destinato il capitale a più sicuri investimenti in titoli di stato, può essere liquidato, tenuto conto dell'intrinseca aleatorietà degli investimenti in strumenti finanziari, in via equitativa nella misura del 3,5 per cento annuo dal compimento delle operazioni alla pronuncia della sentenza.". Trib. Lecce - Sez. Dist. Campi Salentina, 4.12.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "deve essere escluso il concorso di colpa dell'investitore nella causazione del danno conseguente al disinvestimento anticipato qualora l'intermediario non abbia avvertito il cliente di tale conseguenza.". Tribunale Cuneo, 25.11.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "ha natura altamente rischiosa l'investimento in titoli (nella specie obbligazioni Finmatica International Finance B.V) privi di rating, non quotati sul mercato regolamentato italiano, emessi da società straniera ed accompagnati da una offering circular che evidenzia caratteristiche che richiedono particolare cautela nell'investimento. In simili casi, l'intermediario deve trasferire al cliente la conoscenza degli elementi di conoscenza suddetti in modo da rendere l'informazione comprensibile quanto alla modalità di esposizione ed al contenuto."; Trib. Forlì, 18.11.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'obbligo dell'intermediario di informare il cliente sull'andamento del titolo permane anche successivamente all'acquisto. La regola si ricava dalla disposizione dell'articolo 21, lett. b del TUE, la quale impone agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, e dall'articolo 28 del reg. Consob n. 11522/98, secondo il quale il cliente deve essere posto in condizione di effettuare consapevoli scelte non solo di investimento ma anche di disinvestimento. L'obbligo dell'intermediario è quindi di contenuto dinamico

coordinamento delle disposizioni tradizionali codicistiche (in particolare artt. 1337 e 1338 c.c.) con la legislazione speciale e le fonti sovranazionali, pur ribadendo il principio del diritto/onere per ogni contraente d'informarsi e **lo stato d'ignoranza incolpevole**, inteso come incoscienza non imputabile alla colpa del soggetto che ha agito con l'obbligo di diligenza che gli compete, porta a ritenere che esistano **classi di struttura** di rapporti contrattuali che impongono ad una sola delle parti del rapporto oneri informativi molto maggiori dell'altra²²⁸.

che non ha ad oggetto solamente il comportamento da tenere al momento dell'investimento ma, trattandosi di rapporto di durata, anche l'eventuale disinvestimento o modifica delle posizioni prese"; Trib. Forlì, 12.09.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'intermediario non è esentato dall'adempiere ai propri obblighi informativi per il solo fatto che l'investitore, sottoscrivendo la modulistica, ha dichiarato di possedere certe caratteristiche. Tale dichiarazione deve, infatti, essere corroborata da elementi di obiettivo e positivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione e di protezione dell'investitore. Diversamente opinando si ammetterebbe che i diversi standard di comportamento degli intermediari e l'eventuale applicazione di uno statuto protezionistico in favore degli operatori non qualificati siano fondati non sulla reale qualità ed esperienza professionale degli investitori, ma su di un giudizio reso da questi, vale a dire da coloro le cui qualità dovrebbero invece essere verificate dall'intermediario."; Trib. Rimini, 11.05.2005, in www.ilcaso.it, per il quale "l'assenza di rating e quindi di una obiettiva valutazione del rischio di credito avrebbe dovuto consigliare l'intermediario, che è operatore professionale al quale è richiesto un adeguato livello di diligenza, di procurarsi una effettiva conoscenza dei prodotti finanziari negoziati, al di là di quella ricavabile dalle notizie da chiunque acquisibili sulla stampa specializzata o con la mera lettura dei bilanci sociali"; Appello Milano, 15.04.2009, in www.ilcaso.it, 2009, secondo cui "L'obbligo dell'intermediario di fornire informazioni in relazione alla specifica rischiosità dell'operazione, indipendentemente dalla pregressa operatività ed esperienza dell'investitore, sussiste in relazione a tutti i servizi di investimento, ivi compreso quello di semplice ricezione e trasmissione ordini".

²²⁸ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell'informazione*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2012, 3, 173. L'A. rileva come "il bisogno di conoscenza, almeno astrattamente, si pone in egual misura per tutti i soggetti interessati allo svolgimento della fase precontrattuale. Ciascuna parte è tenuta ad attivarsi con l'ordinaria diligenza onde acquisire le informazioni a quel fine necessarie. Tuttavia, nella fase precontrattuale non sempre le parti si pongono in posizione paritaria. In molti casi, infatti, per una parte può essere difficile, oltre che costoso, acquisire dati informativi. Molteplici, pertanto, sono le situazioni in cui una parte si pone, rispetto all'altra, in posizione di superiorità informativa. Appare coerente affermare che più aumentano i rischi di abuso della propria posizione di superiorità informativa e più si avverte l'esigenza di operare un riequilibrio. L'obbligo di informazione in questi casi, infatti, può estendersi alla c.d. opportunità o inopportunità tecnica di un determinato bene. La controparte professionale, in tali situazioni, per non incorrere in responsabilità precontrattuale, dovrà evitare di assecondare una scelta tecnicamente inopportuna e dovrà porre la controparte nella condizione di poter valutare al meglio la convenienza di un determinato affare". Si veda l'interessante scritto di CAPOBIANCO,

D'altra parte il diritto all'informazione è uno dei pilastri della tutela dei consumatori, quale diritto fondamentale, in ossequio all'art 153 del Trattato istitutivo della Comunità Europea, che dispone che: "*la Comunità contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori, nonché a promuovere il loro diritto all'informazione*"²²⁹.

LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contratto e Impr.*, 2011, 4-5, 1142. FALCONE, *La compliance nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in ADAMO, CAPOBIANCO E CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Atti del Convegno su "*Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*" tenutosi nei giorni 30 novembre-1 dicembre 2007 presso l'Università del Salento, Napoli, 2010, p. 85 ss; PERLINGIERI, *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della Mifid*, in ADAMO, CAPOBIANCO E CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario*, cit., p. 310, secondo il quale "*non basta che l'informazione sia data in modo tecnico ineccepibile. Al fine di valutare la correttezza del comportamento è opportuno prendere in considerazione anche il destinatario dell'informazione. La acquisita consapevolezza di chi riceve l'informazione, infatti, rappresenta un criterio mediante il quale valutare l'adempimento del corrispondente obbligo. Un'informazione non recepita equivale ad una mancata informazione*". Nello stesso senso muovono le considerazioni di DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 202 ss.. Sul controverso tema delle clausole generali come l'art 1337 c.c., vedi PIETROBON, *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969; SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. Vassalli*, Torino, 1975, 798 ss.; Di Majo, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1985, 275 ss.; CASTRONOVO, *L'avventura delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 21 ss.; Mengoni, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 5 ss.; RODOTÀ, *Le clausole generali*, in *I contratti in generale*, diretto da Alpa e Bessone, I, in *Giur. sist. civ. comm. Bigiavi*, Torino, 1991, 397 ss.; BARCELLONA, *Clausole generali e giustizia contrattuale*, 2006, Torino, 2006, 16 ss.. Più specificatamente, sulla clausola generale di buona fede vedi D'ANGELO, *La buona fede*, in *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. priv.* BESSONE, XIII, t. IV, Torino, 2004, 7 ss.; BENATTI, *La clausola generale di buona fede*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 241 ss.. Non è sempre facile stabilire se si è in presenza di un dovere di *informazione* giuridicamente rilevante. Tale difficoltà nasce dal fatto che non si tratta di un problema di pura tecnica giuridica, ma piuttosto di un problema di evoluzione della sensibilità sociale nei confronti di determinate problematiche (GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, op. cit., in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 645).

²²⁹ ROMEO, *Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole*, op. cit. in *Obbl. e Contr.*, 2012, 6, 440. L'A. osserva che nei contratti tra soggetti geneticamente diseguali l'asimmetria è prevalentemente di tipo informativo, si è evidenziato il limite di una tutela del contraente debole basata sulla sola implementazione dell'informazione: oggi più che mai, soprattutto nei settori connotati da elevato tecnicismo, l'esigenza fondamentale è quella di garantire un passaggio da una trasparenza «formale» ad una trasparenza «sostanziale» e quindi da un dovere di far conoscere ad un dovere di far comprendere. ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla proceduralizzazione dell'informazione*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2012, 3, 173 per il quale "*l'informazione deve essere adeguata tanto sotto il profilo della quantità quanto sotto il profilo della qualità. Quest'ultimo aspetto merita particolare attenzione. La parte debole del rapporto, infatti, per difendersi dallo strapotere*

3. -La responsabilità dell'intermediario nel collocamento dei derivati per violazione delle regole di condotta

La giurisprudenza sulla responsabilità civile connessa all'uso della contrattazione in strumenti derivati si è soffermata, negli ultimi anni, sull'osservanza delle regole di condotta degli intermediari finanziari e sulle conseguenze delle violazioni dei basilari principi in tema di validità dei contratti²³⁰.

contrattuale del professionista ha bisogno, in primo luogo, di un'informazione trasparente. Non a caso, nell'ultimo decennio il termine trasparenza è emerso prepotentemente nei testi normativi ed è penetrato nel linguaggio giurisprudenziale. L'esigenza di elevare il livello di correttezza delle contrattazioni diviene anzi il filo conduttore di una pluralità di fonti, per lo più di derivazione comunitaria, che si connotano per la loro pervasività e idoneità a strutturare il mercato su obblighi di informazione sempre più preganti. A tal riguardo, a titolo esemplificativo, si pensi ai molteplici obblighi di informazione precontrattuale previsti dal codice del consumo che mettono in evidenza un quadro segnato dal moltiplicarsi di norme che impongono di accompagnare con una serie di informazioni, veicolate attraverso modalità legalmente imposte, le offerte di beni e servizi"; ROPPO, Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul terzo contratto), in Riv. dir. privato, 2007, 679 ss.

²³⁰ Copiosa è la giurisprudenza sull'argomento sia prima dell'entrata in vigore della MiFid che successivamente. In termini solo esemplificativi si richiamano alcuni significativi precedenti: Trib. Milano, 23.3.2012, in *www.ilcaso.it* "L'articolo 21 del TUF dispone che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati debbano comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio gli interessi dei clienti e per l'integrità dei mercati; l'interesse del cliente deve, quindi, sempre costituire il punto di riferimento dell'attività professionale espletata dall'intermediario finanziario e ciò anche quando il cliente abbia sottoscritto la dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del reg. Consob. I doveri di diligenza, correttezza, trasparenza e di informazione prescritti dall'articolo 21 del TUF nell'interesse dei clienti e della integrità dei mercati impongono all'intermediario il dovere di proporre strumenti finanziari adeguati alle esigenze che il cliente abbia opportunamente manifestato e ciò anche nell'ipotesi in cui questi abbia sottoscritto la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del reg. Consob. In proposito, va precisato che la nozione di "adeguatezza" alle esigenze del cliente dello strumento proposto discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del TUF e differisce dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob. In virtù del collegamento negoziale esistente tra più contratti in derivati finanziari ove i successivi costituiscono la rinegoziazione dei precedenti, si deve ritenere che l'inadempimento dell'intermediario ai doveri prescritti dall'articolo 21 del TUF si ripercuota sull'intero rapporto intercorso con il cliente"; Trib. Piacenza, 30.11.2010, in *www.ilcaso.it* per il quale "Il rifiuto dell'investitore di fornire indicazioni sul suo profilo di rischio non esonera l'intermediario dalla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, basandosi sulle notizie che possa comunque ricavare da elementi indicatori quali l'età, la professione del cliente e la sua precedente attività di investimento; anzi, nel caso di mancanza di informazioni che consentano di individuare il profilo di investimento e la propensione del cliente, la banca, in applicazione del principio di diligenza, deve agire in base alla massima cautela, presumendo che la propensione al rischio del soggetto sia minima. In base alla normativa (art. 29 Reg. CONSOB) gli intermediari

devono astenersi dal compiere operazioni inadeguate «per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione», dovendosi precisare che tali profili di inadeguatezza sono tra loro alternativi e non cumulativi, nel senso che è sufficiente che ve ne sia uno solo per configurare l'inadeguatezza: di conseguenza, rilevato che l'operazione de qua era inadeguata per tipologia dell'investimento (altamente speculativo e rischioso), rispetto agli obbiettivi della risparmiatrice (conservativi), non assumono rilevanza le considerazioni sulla sua eventuale adeguatezza sotto il profilo dimensionale"; Trib. Milano, 19.04.2011, in www.ilcaso.it "Qualora l'intermediario offra al cliente uno strumento finanziario a struttura complessa al fine di far fronte a specifiche esigenze (nella specie di copertura dal rischio di oscillazione delle valute), assume rilevanza il dovere di professionalità dell'intermediario che deve curare in modo particolare l'interesse del cliente ad ottenere un prodotto effettivamente adatto alle sue esigenze e che non procuri, invece, effetti negativi o dannosi. Questo dovere di correttezza e diligenza cui l'intermediario è tenuto, trova la propria fonte nell'articolo 21, comma 1, lettera A del TUF, che richiama la diligenza e la correttezza, nonché nella lettera E della stessa norma, la quale fa riferimento alle procedure e risorse volte ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e quindi, in definitiva, alla professionalità. Si tratta di doveri di diligenza e professionalità che scaturiscono dall'articolo 21 del TUF e che, come tali, costituiscono norme imperative di settore ma che, a ben vedere, sono espressione del generale principio di buona fede oggettiva proprio del diritto generale dei contratti, principi sui quali non incide minimamente l'esclusione degli adempimenti previsti dagli articoli 27, 28 e 29 del regolamento Consob 11522/98. La correttezza (o buona fede in senso oggettivo) rappresenta in questo caso un metro di comportamento per i soggetti del rapporto (e di valutazione per il giudice), il cui contenuto non è a priori determinato in quanto necessita di un'opera valutativa di concretizzazione in riferimento agli interessi in gioco e alle caratteristiche del caso specifico e che dovrà essere compiuta alla stregua dei valori riconosciuti dall'ordinamento a livello costituzionale, quali solidarietà sociale, libertà di iniziativa economica e tutela del risparmio"; Trib. Napoli, 13.6.2011, in www.ilcaso.it. Secondo il tribunale partenopeo "con riferimento ad una polizza index linked ove le prestazioni dell'emittente siano legate all'andamento di un titolo obbligazionario, il rispetto del canone della buona fede nello svolgimento delle trattative (art. 1337 c.c.) e delle prescrizioni normative in materia (D.Lgs. n. 174/1995) impongono che l'informativa in ordine alla maggiore complessità e diversificazione dei diversi profili di rischio (circolare Isovap 451/D del 24 luglio 2001) debba anzitutto essere fornita in epoca precedente alla sottoscrizione del contratto, in modo tale da lasciare al cliente uno spazio di tempo sufficiente per formarsi una rappresentazione veritiera e corretta quanto meno degli elementi essenziali concernenti la specifica operazione, così da colmare le asimmetrie informative eventualmente esistenti e poter effettuare una scelta di negoziazione consapevole"; Trib. Mantova, 31.03.2009, in www.ilcaso.it "L'intermediario deve informare l'investitore delle caratteristiche del singolo strumento finanziario, del rischio ad esso connesso e dell'adeguatezza dell'operazione e ciò a prescindere dalle effettive conoscenze in possesso dell'investitore e da quanto avvenuto in occasione di precedenti operazioni; Trib. Trani, 31.01. 2006, in *I Contratti*, 2006 pg. 686. In quest'ultima sentenza si legge: "non è superfluo rammentare che la regola di condotta della c.d. adeguatezza, "suitability", riassunta nella nota espressione anglosassone "Know your customer rule", impone all'intermediario di esprimere un giudizio sulla operazione, avuto riguardo ai criteri della "tipologia, oggetto, dimensione e frequenza". L'obiettivo perseguito nella disposizione di legge in esame - vale a dire "la possibilità di valutare se l'operazione dal cliente proposta o allo stesso suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche" - consiste nel garantire ai clienti le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, la cui conoscenza è necessaria ai clienti per effettuare scelte consapevoli. E' quindi su tali principi che, trasfusi nel contratto di acquisto, deve essere valutato il comportamento della banca, tenendo presente altresì che l'onere della prova, a norma dell'art. 23, comma sesto, del D.lgs. n. 58/1998, è invertito, incombendo sulla banca la prova di aver adempiuto con la specifica diligenza professionale richiesta ad un soggetto che opera nella qualità professionale di intermediario"; Trib. Bologna, 18.12.2006, in www.ilcaso.it, per il quale "se, da un lato, è vero che, rispetto al contratto di gestione titoli, quello di trasmissione e ricezione di ordini conferisce all'investitore ordinante una maggiore autonomia negoziale, dall'altro, è parimenti vero che, anche in quest'ultimo caso, in forza dei doveri di correttezza e trasparenza, nonché di informazione, in senso attivo e passivo, imposti dalla speciale legislazione in materia,

l'intermediario finanziario non è relegato al ruolo di mero esecutore materiale o nudus minister, dovendo esso, comunque, tenere una condotta ispirata a principi di diligenza e prudenza, nonché finalizzata alla protezione del cliente, in special modo quando, come nel caso di specie, quest'ultimo non sia un investitore abituale e sia addirittura alla sua prima esperienza nel ramo specifico; Trib. Palermo, 17.01.2005, in I Contratti, 2005, 1085 ss ove si rileva che "le regole che sovrintendono la fase immanente al contratto e prodromica al compimento delle singole operazioni, denominate con terminologia inglese come know your mercahneise rule, know ypur custode rule e suitability rule sono...[.] sono strumentali al raggiungimento di un fine superiore, configurano nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato". Secondo la Corte siciliana, ancorchè la sanzione avverso l'inosservanza di tali regole non sia predeterminata dalla norma, la violazione di tali obblighi contrattuali determina la nullità dell'operazione eseguita: la radicale invalidità del contratto " si ricava agevolmente seconco quanto con continuità affermato dalla giurisprudenza di legittimità e di merito, proprio in considerazione degli interessi pubblicistici, anche di rango costituzionale"; Trib. Genova, 15.03. 2005, in Danno e responsabilità, 2005, 604; Trib. Bologna, 31.05.2005, in www.ilcaso.it. Secondo il tribunale emiliano "con l'art. 28 del Reg. Consob 11522/98, il legislatore di secondo livello ha inteso dare attuazione alla regola del "know your customer" e della "suitability rule", secondo le quali "i servizi di investimento debbono essere adeguati al profilo patrimoniale del singolo investitore e presuppongono perciò che l'intermediario acquisisca una preventiva conoscenza delle attitudini speculative del proprio interlocutore. Si tratta di regole destinate ad operare sinergicamente e che dovrebbero completarsi nel senso che l'adeguatezza della singola operazione è ponderabile in ragione della conoscenza che l'intermediario abbia preventivamente potuto acquisire del profilo patrimoniale dell'investitore". Trib. Catania 21.10.2005, in www.ilcaso.it, ove si afferma che "Il rafforzamento degli obblighi di condotta imposti all'intermediario finanziario in nome delle regole di correttezza, lealtà e diligenza dettate daldiritto comune con riferimento alla fase di esecuzione del contratto appare diretto non solo a realizzare una riduzione del gap informativo che connota i rapporti tra investitore e intermediario ma anche a garantire un interesse della collettività quale quello della "integrità dei mercati" espressamente richiamato dall'art. 21 del T.U.F. Riconoscendo tuttavia a tali norme natura imperativa (peraltro confermata dall'art. 190 del T.U.F.), si deve ritenere che la loro violazione non possa dar luogo a vizi genetici -incidenti cioè sulla conclusione del contratto- bensì a vizi funzionali inerenti alla fase esecutiva di un contratto già concluso. A fronte di un'asserita violazione delle norme di condotta dell'intermediario, all'investitore spetta pertanto il rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento e/o della risarcimento del danno, con la precisazione che: 1) oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il contratto base e non l'ordine di negoziazione che ne costituisce solo un momento esecutivo; 2) la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore; 3) vertendosi in ipotesi di contratto di durata, la risoluzione travolgerà il contratto limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta, senza che la risoluzione si estenda agli altri ordini e acquisti posti in essere in forza del contratto base"; Cass.14.11.1997, in www.ilcaso.it "Data la sua natura di strumento finanziario, assimilato ai valori mobiliari, la conclusione del contratto di "swap" (nella specie, di "domestic currency swap") va assoggettata alla disciplina di cui alla legge Sim e, in particolare, ai requisiti di forma previsti all'art. 6 comma 1 e 2. L'art. 1 l. 2 gennaio 1991 n. 1, dopo aver annoverato fra le attività di intermediazione mobiliare regolate dalla stessa quelle aventi ad oggetto veri e propri titoli di investimento (lett. a) ed altre per le quali la negoziabilità è meramente eventuale, pone un'esplicita regola di assimilabilità, ai "valori mobiliari", di altri specifici strumenti, fra i quali, non ponendo la norma in questione alcun requisito di standardizzazione e negoziabilità in mercato aperto, rientra senz'altro il cosiddetto contratto di Swap. Posto che l'art. 6 comma 1 n. 1 del 1991 dispone il dovere dell'intermediario in valori mobiliari di assumere dal cliente le più complete ed accurate informazioni sulla sua situazione finanziaria, senza che sia dato inferire un ulteriore obbligo in capo allo stesso intermediario di allegare al contratto concluso con il cliente una scheda descrittiva delle informazioni raccolte, va cassata la sentenza di rigetto dell'impugnazione di un decreto con cui il ministero del tesoro aveva ingiunto il pagamento di una sanzione amministrativa ad un intermediario (nella specie, una banca) per non aver allegato, al

contratto avente ad oggetto valori mobiliari, un documento compilato dal cliente contenente informazioni sulla sua situazione finanziaria (nella specie, la Corte ha ritenuto contrario al disposto della l. cit., l'art. 6 del regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991, nella parte in cui prescrive un obbligo per l'intermediario di allegare al contratto una scheda descrittiva dei dati relativi al cliente). La norma di cui all'art. 6, comma 1, lett. d), l. 2 gennaio 1991 n. 1, la quale impone a colui che svolga attività di intermediazione mobiliare, di assumere dal cliente le più complete ed accurate informazioni afferenti alla di lui situazione finanziaria affinché possa meglio valutare se l'operazione dal cliente proposta (o allo stesso suggerita) sia compatibile con le sue capacità economiche, in alcun modo prescrive che una tale previa attività di informazione sia consacrata in un documento compilato dal cliente stesso. Ne discende - pertanto - la contrarietà, alla legge, del regolamento della Consob approvato con delibera 2 luglio 1991, n. 5387, il quale, al capo terzo, prima di regolare le informazioni "dovute ai clienti", dispose (con prescrizione significativamente non più riproposta nel successivo regolamento del 9 dicembre 1994, n. 8850), con una rubrica "informazioni relative ai clienti", che l'intermediario debba allegare, al contratto, una scheda descrittiva dei dati raccolti, aggiornandola con le variazioni della situazione e sostituendola con la dichiarazione sottoscritta dal cliente, relativa all'eventuale rifiuto di fornire le informazioni stesse". Tra le molte decisioni di merito che fanno derivare dalla violazione delle regole di condotta la nullità del contratto vanno segnalate: Trib. Firenze, 30.05.2004, *Giur. it.*, 2005, 754; Trib. Venezia, 22.11. 2004, *Giur. it.*, 2005, 754; Trib. Palermo, 17 .01.2005, *Giur. it.*, 2005, 2096; Trib. Avezano, 23.06.2005, *Foro it.*, 2005, I, 2538. Tra le moltissime decisioni che ritengono che l'omessa informazione dia luogo a inadempimento, si segnalano: Trib., Vicenza, 29.01.2009, in www.ilcaso.it, per il quale "la violazione degli obblighi informativi in materia di intermediazione mobiliare non genera la radicale nullità del negozio stipulato, poiché tali informazioni costituiscono elementi estrinseci alla fattispecie negoziale, essendo utili solo per la valutazione della convenienza dell'operazione, che non può dirsi perciò mancante del consenso. Rimane l'obbligo risarcitorio fondato sulla responsabilità contrattuale di cui all'art. 1337 c.c., per la perdita subita in conseguenza delle operazioni bancarie compiute senza adeguata informazione e ragguagliato al minor vantaggio o maggior aggravio economico causato dal contegno sleale della parte"; Trib. Rimini, 21.07.2007, in www.ilcaso.it: "tra intermediario e cliente si instaura per "contatto sociale" un rapporto giuridico nell'ambito del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare: la fonte dell'obbligazione è quindi il rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è dettagliatamente tipizzato dal complesso delle norme a tutela degli investitori e dev'essere valutato ai sensi dell'art. 1176, Il comma cod. civ. sulla base delle regole della specifica attività professionale. L'inosservanza di detta obbligazione costituisce pertanto inadempimento imputabile all'intermediario e dà luogo a responsabilità contrattuale"; Trib. Lodi, 12.01. 2007, in www.ilcaso.it per il quale "alla violazione delle norme comportamentali dettate dal T.U.F. -per le quali non sia stata espressamente prevista dal legislatore la sanzione della nul Trib.Roma, 25.05.2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1275; Trib. Alba, 4.07.2005, in www.ilcaso.it; Trib.Roma, 25.07.2005, in www.ilcaso.it. Secondo quanto statuito in queste sentenze i concetti di "correttezza", "diligenza" e "trasparenza" di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative.

Per quel che riguarda il primo aspetto, va ribadito che le norme di comportamento degli intermediari finanziari, contenute nel TUF e nei regolamenti attuativi si riconducono a tre gruppi di doveri:

-doveri informativi;

-doveri di adeguatezza od appropriatezza delle operazioni finanziarie;

-doveri di gestione nei conflitti d'interesse.

Il T.U.F., nel dettare tali previsioni (artt. 21-25) - alle quali le imprese di investimento e le banche debbono attenersi nello svolgimento della propria attività - ne fissa alcune che trovano applicazione per tutti i servizi ed altre che valgono soltanto per la prestazione di alcuni.

In particolare, occorre fare riferimento all'art. 21, 1° c., che individua "i criteri generali" in base ai quali i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, con una evidente commistione tra <<profilo privatistico>> e <<profilo pubblicistico>>²³¹.

²³¹ LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012, I, 369; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore, op. cit.*, in *Resp. civ.*, 2011, 11, 735; LUCCHINI GUASTALLA, *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 741 ss.; SANGIOVANNI, *Il contratto di intermediazione finanziaria*, in *Obblg. e contr.*, 2011, 11, 770; LUISE, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, in *Obbl. e Contr.*, 2010, 10, 696; BERTOLINI, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, in *Nuova giur. comm.*, 2010, II, 337 ss.; COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. it.*, 2010, 607 ss.; LUCANTONI, *L'inadempimento di "non scarsa importanza" nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 783 ss.; PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 537 ss.; SERRAO D'AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, in

Giur. di Merito, 2010, 3206 ss.; SCARPA, *La responsabilità dell'intermediario finanziario tra regole di condotta e regole di validità*, in *Resp. civ.*, 2010, 1, 5. L'A. osserva come "l'art. 21, 1° co., t.u.f., imponga all'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati: in particolare prescrivendo il comportamento di acquisire le informazioni necessarie dai clienti. La regola del *know your customer rule* risulta rilevante per il pregnante motivo che il profilo soggettivo del cliente è decisivo per l'individuazione e selezione delle informazioni che vanno fornite all'investitore, consentendo di giungere alla valutazione di adeguatezza dell'operazione proposta. Non risulta sufficiente acquisire i dati inerenti al profilo soggettivo del cliente, in quanto occorre, in aggiunta, anche tenere in debita considerazione tali informazioni; ne consegue, come logico corollario, la propedeuticità degli obblighi di informazione al rispetto della *suitability rule* [...] Il rispetto del principio del *know you merchandise rule* necessita della previa determinazione dei profili diversi dei prodotti finanziari: la constatazione ontologica della differente intelligibilità dei prodotti finanziari richiede un *quid pluris* di specificazione nel fornire informazioni circa prodotti non quotati o privi di rating. La distinzione da operare è tra le operazioni che determinano risultati negativi prevedibili e investimenti che producono conseguenze negative prodotte da eventi istantanei che non possono essere previsti. La casistica enuclea casi in cui la sufficienza delle informazioni a favore dell'investitore risulta inversamente proporzionale al livello di conoscenze finanziarie dell'investitore stesso, potendo dimensionare il rischio specifico su parametri dallo stesso intelligibili [...] La Mifid vuole potenziare il principio della centralità dell'interesse del cliente quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario, ne risulta, di guisa, la necessaria contrattualizzazione del rapporto di servizio tra intermediario e cliente, al fine di porre quest'ultimo nelle condizioni di assumere cognizione del contesto normativo dei diritti e degli obblighi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento"; ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 395 ss.; SANGIOVANNI, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corriere merito*, 2009, 973 ss.; SARTORI, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'Apice, Bologna, 2010, 615 ss.; SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I contratti*, 2006 pg.691 ss. Secondo l'A. la materia dell'intermediazione finanziaria rappresenta un miscuglio di disposizioni, alcune di diritto pubblico, altre di diritto privato. In questo senso pare significativo l'enunciato dell'art. 5, primo comma, d.lgs n.58/1998, secondo cui <<la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario>>. La lettura di questa disposizione fa trasparire due profili: uno di diritto pubblico (stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario) e uno di diritto privato (tutela degli investitori). In tal senso v. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, 372 ss.. In chiave comparatistica cfr. BLAIR-G.WALKER, *Finacial markets et exchanges law*, Hardback, 2007. Sullo stesso argomento, si segnala un interessante articolo che contiene una puntuale ricostruzione delle principali regole sottese al mercato finanziario anglosassone: TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento di servizi di investimento*, in *Giur. comm*, 1999, 697/VI. Secondo l'A., in Inghilterra, con l'entrata in vigore del *Companies Act*, il sistema delle regole di condotta degli intermediari finanziari è stato articolato su tre livelli distinti. Ai primi due livelli si collocano i *principles* e le *core rules*, che sono emanati dal Sib e si applicano in linea generale a tutti gli intermediari; al terzo livello si situano, invece, le regole di competenza delle associazioni di intermediari, che svolgono una funzione integrativa e suppletiva delle prime. In particolare, i *principles* codificano principi di comportamento di applicazione generalizzata, quali, per citarne alcuni, l' *integrity*, l'obbligo di agire con *skill, care and diligence*, l'obbligo di osservare *high standards of market conduct*, la *know your customer rule*, l'obbligo di *ensure fair treatment* allorché si verificano situazioni conflittuali, la cui violazione, tuttavia, non consente il

L'articolo 21, 1° c., T.U.F., individua, altresì, gli obblighi informativi in capo all'intermediario, prevedendo due momenti concorrenti e funzionalmente collegati: un primo, per così dire, preliminare, "passivo", di ascolto del cliente, finalizzato alla raccolta delle informazioni "necessarie"; un secondo "attivo" di "adeguata" illustrazione della natura del servizio e dei rischi ad esso connessi²³².

ricorso alla speciale azione risarcitoria di cui alla *section 62*, ma esclusivamente l'irrogazione di una sanzione disciplinare. Le *core rules*, che costituiscono il nucleo centrale del nuovo sistema di regole introdotto dal *Companies Act*, definiscono, invece, lo *standard* minimo di condotta, cui deve attenersi chiunque intenda svolgere attività di intermediazione finanziaria [...] tra le *core rules* che rivestono maggior interesse vanno segnalate, con riferimento alla fase che precede l'esecuzione dell'ordine o l'avvio dell'attività di investimento, la *know your customer rule* e la *suitability rule*. La prima impone all'intermediario di porre in essere quanto è "ragionevolmente necessario" per informarsi sulla situazione personale e finanziaria del potenziale cliente; la seconda non è altro che il naturale sviluppo della prima, dal momento che fa carico all'intermediario di accertarsi che le operazioni eseguite o consigliate al cliente siano *suitable*, ossia adatte, alle caratteristiche personali e finanziarie dello stesso. L'applicabilità di quest'ultima regola, invero, è stata limitata, nella nuova formulazione delle *core rules*, alla attività di consulenza e alle operazioni discrezionali, con esclusione di quelle effettuate su istruzione del cliente. L'elaborazione della *suitability rule* rappresenta un passaggio significativo nell'evoluzione della disciplina degli intermediari, in quanto sposta il baricentro dei loro doveri da quello dell'imparzialità e della correttezza, ad un vero e proprio obbligo di collaborazione, che impone loro di abbandonare la tradizionale posizione di neutralità per valutare, secondo il proprio discrezionale apprezzamento, l'adeguatezza delle scelte di investimento del cliente al patrimonio, alla propensione al rischio, alla preparazione specifica dello stesso. In giurisprudenza vedasi Trib. Trani, 31.01.2006, in *I Contratti*, 2006, 686. Per il quale: "non è superfluo rammentare che la regola di condotta della c.d. adeguatezza, "suitability", riassunta nella nota espressione anglosassone "Know your customer rule", impone all'intermediario di esprimere un giudizio sulla operazione, avuto riguardo ai criteri della "tipologia, oggetto, dimensione e frequenza". L'obiettivo perseguito nella disposizione di legge in esame - vale a dire "la possibilità di valutare se l'operazione dal cliente proposta o allo stesso suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche" - consiste nel garantire ai clienti le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, la cui conoscenza è necessaria ai clienti per effettuare scelte consapevoli. E' quindi su tali principi che, trasfusi nel contratto di acquisto, deve essere valutato il comportamento della banca, tenendo presente altresì che l'onere della prova, a norma dell'art. 23, comma sesto, del D.lgs. n. 58/1998, è invertito, incombendo sulla banca la prova di aver adempiuto con la specifica diligenza professionale richiesta ad un soggetto che opera nella qualità professionale di intermediario".

²³² PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss. Per l'A. "g li obblighi di informazione "attiva" e "passiva" si trovano in un rapporto di interdipendenza reciproca tale per cui il dovere di informarsi rappresenta l'antecedente logicamente necessario del dovere di informare. Il dovere di informarsi è, inoltre, collegato attraverso un nesso di interdipendenza funzionale anche con il principio di adeguatezza in quanto solo una completa ed approfondita conoscenza delle

Orbene, il dovere d'informazione non è solo relativo alla fase di conclusione del contratto. Vi è l'obbligo d'informare l'investitore quando le operazioni in derivati, disposte per finalità di copertura, hanno generato perdite effettive o potenziali pari o superiori al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione dell'operazione e quando il patrimonio affidato in gestione si sia ridotto della stessa percentuale, sempre per perdite effettive o potenziali, alla data d'inizio di ciascun anno²³³.

caratteristiche del cliente e dei prodotti finanziari consente all'intermediario di valutare e quindi scegliere quali prodotti possono considerarsi adeguati al profilo di rischio dell'investitore"; LUISE, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, op.cit., in *Obbl. e Contr.*, 2010, 10, 696 per il quale gli obblighi di informazione quindi assumono grande rilievo, non solo perché determinanti per le scelte del singolo risparmiatore ma, e soprattutto, in quanto la loro violazione comporta il venir meno della fiducia dei risparmiatori nel mercato finanziario. Alla luce di queste ultime considerazioni e dell'"incertezza" dell'indirizzo giurisprudenziale è evidente l'importanza della determinazione della "sanzione" per la violazione degli obblighi di informazione; GRECO, *Violazione di regole comportamentali tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale*, op. cit., in *Danno e resp.*, 2007, pg. 574. Secondo questo A. tutta la legislazione più recente asseconda l'idea che l'informazione precontrattuale costituisca parte integrante dell'operazione economica, nel senso, che l'informazione deve permettere al contraente "debole" di avere in dotazione un bagaglio di notizie connotate dai caratteri della chiarezza e della esaustività... sicché appare assolutamente coerente il richiamo al dolo ed eventualmente all'errore; ben può ritenersi che la reticenza dell'intermediario in ordine alle informazioni che la legge gli impone di fornire possa condurre- ricorrendone i presupposti- all'annullamento del contratto. Il contegno reticente dell'intermediario in presenza di un'espressa previsione di legge che gli impone di comunicare una serie di informazioni-determinanti per l'adesione consapevole del consumatore- è idoneo ad integrare la fattispecie del dolo contrattuale.

²³³ Trib. Prato, 03.11.2011, in *I Contratti*, 2012, 1, 64, per il quale "gli obblighi di informazione dell'intermediario non si esauriscono al momento dell'acquisto dei titoli come si evince dal combinato disposto dall'art. 21, comma 1, lett. b, D.Lgs. n. 58/1998 (T.U.F) e dall'art. 28, comma 2, Reg. Consob n. 11522/1998. Il tenore letterale della norma e l'uso dell'avverbio "sempre" portano a ritenere che gli obblighi informativi non si esauriscano in un momento specifico, da identificare nella compravendita dei titoli, ma accompagnino l'intera durata del rapporto tra intermediario ed investitore. L'ordine d'acquisto di titoli di investimento non è, infatti, un episodio giuridicamente isolato, ma si colloca, a sua volta, nell'ambito di esecuzione di un contratto quadro, volto a disciplinare i servizi di intermediazione finanziaria, tant'è che l'art. 28 reg. Consob n. 11522/1998 richiede che le informazioni siano tali da consentire consapevoli scelte non solo di investimento, ma anche di disinvestimento". Sugli obblighi informativi, v. ancora Trib. Bologna, 30.03.2010, in *pluris-utet* "Gli obblighi informativi di cui all'art. 21 Tuf - D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - ed agli artt. 26-29 del relativo Regolamento Consob, posti a carico dell'intermediario, sono finalizzati, oltre che all'efficiente e diligente svolgimento dei servizi di investimento per la migliore tutela del risparmio individuale e

collettivo, anche alla riduzione del gap di competenze tecniche e di strumenti conoscitivi esistente tra il professionista-intermediario ed il consumatore-piccolo risparmiatore-investitore. Essi quindi impongono all'intermediario di agire nei rapporti con il cliente con una diligenza non meramente generica ma specifica, nel senso di 'individualizzata' e 'conformata' rispetto alla concreta e specifica situazione personale del cliente. E tale risultato può conseguirsi solo se la banca, nell'eseguire il mandato a negoziare, proceda comparando il grado effettivo di conoscenza tecnica, di capacità economica, di aspettative realistiche del singolo investitore ("know your customer rule") con lo specifico investimento finanziario scelto dal cliente ("know your merchandise rule"), quindi valutando sulla base di tale comparazione l'adeguatezza o meno dell'operazione finanziaria rispetto all'investitore ("suitability rule"), comunicando al cliente le specifiche ragioni sulle quali si fonda l'eventuale giudizio di inadeguatezza ed infine astenendosi dall'eseguire il mandato a meno che il cliente non confermi per iscritto di voler comunque procedere alla negoziazione nonostante la segnalata inadeguatezza"; Trib. Torino, 22.12.2010, in www.ilcaso.it, per il quale "l'assunzione convenzionale da parte dell'Intermediario aderente al Consorzio Pattichiari, risultante da apposita clausola riportata sull'ordine di borsa sottoscritto sia dal dipendente della Banca che dal cliente, dell'obbligo di informare "tempestivamente" l'investitore di eventuali "variazioni significative del livello di rischio" degli strumenti finanziari dal medesimo acquistati e ricompresi nell'elenco obbligazioni a basso rischio-rendimento stilato nell'ambito del Progetto PattiChiari (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.), comporta, ex art. 35 cod. cons., ovvero ai sensi degli artt. 1369 e 1370 c.c., una maggiore stringenza dell'obbligo informativo predetto, sia dal punto di vista delle relative tempestività, sia dal punto di vista dei presupposti d'insorgenza dello stesso, rispetto a quanto rilevabile con riferimento all'analogo impegno di informazione c.d. continuativa assunto dall'Istituto di credito nell'ambito del Regolamento Pattichiari"; Trib. Brescia, 13.10.2006, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'omessa comunicazione all'investitore delle modifiche che incidono sulla politica di investimento del fondo, è fonte di responsabilità per i danni eventualmente subiti dal cliente e di tali danni risponde, ai sensi degli artt. 36 e 38 del d. lgs. n. 58/1998 la società promotrice, il gestore ed anche la banca depositaria, dovendo l'informazione riguardare non solo i rischi dell'investimento al momento della sottoscrizione, ma anche quelli sopravvenuti, soprattutto laddove si tratti di rischi diversi da quelli che il risparmiatore ha consapevolmente assunto"; Trib. Bologna 5.2.2008, in *de jure*. Secondo il tribunale emiliano "la disciplina contenuta nel T.U.F. (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e nel Regolamento Consob 1 luglio 1998, n. 11522 è destinata a garantire che le negoziazioni di prodotti finanziari avvengano in condizioni di trasparenza, e che, nella conclusione di dette negoziazioni, sia rispettato il principio di correttezza e buona fede, sia con riferimento alla fase precontrattuale che a quella postcontrattuale. In particolare il T.U.F. fissa criteri generali di comportamento per le imprese di investimenti e per le banche, le quali, nella prestazione sia dei servizi di investimento che dei servizi accessori, devono, tra l'altro, comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati, organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (art. 21). Ulteriori obblighi informativi incombono poi in costanza di rapporto sull'intermediario, il quale è tenuto ad informare prontamente e per iscritto l'investitore qualora le operazioni in strumenti derivati da lui disposte abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al cinquanta per cento, ovvero, nell'affidamento di un patrimonio in gestione, quando quest'ultimo si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al trenta per cento. L'inottemperanza dei suddetti doveri di informazione del cliente non può dare luogo a nullità, bensì a responsabilità precontrattuale, nel caso in cui le violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipula del contratto di intermediazione, ovvero a responsabilità contrattuale, qualora si verifichino nella fase dell'esecuzione. Ed invero, la violazione delle norme di comportamento dei contraenti genera una responsabilità precontrattuale o contrattuale, ma non influisce sulla struttura del contratto e non è pertanto atta a provocarne la nullità". In controtendenza, cfr. Trib. Milano, 18.10.2006, in www.ilcaso.it, per il quale "l'intermediario non è tenuto ad informare l'investitore della perdita di valore dei titoli verificatasi in data successiva all'acquisto, a meno che non si versi nell'ipotesi prevista

La regola sul dovere di adeguatezza o appropriatezza (*c.d. suitable rule*) di cui agli artt. 40 e 41, comporta che gli intermediari devono astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate all'investitore per tipologia, oggetto, frequenza e dimensioni dell'investimento, dovendo informare il cliente dell'inadeguatezza delle operazioni disposte. Questa regola è connessa a quella del "*know your merchandise rule*", vale dire l'obbligo dell'intermediario di acquisire precisa e dettagliata conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi d'investimento, propri e di terzi. Conoscenza adeguata al tipo di prestazioni da fornire ai clienti²³⁴.

dall'art. 28 reg. Consob n. 11522/2998 con riferimento al rapporto di gestione patrimoniale"; Trib. Modena, 20.1.2006, in *www.ilcaso.it* "In presenza di semplici disposizioni di negoziazione di prodotti finanziari ed in assenza di un contratto di gestione patrimoniale, si deve escludere che l'intermediario abbia l'obbligo di monitorare l'andamento dei titoli presenti nel portafoglio dei clienti e quindi di consigliare loro l'eventuale disinvestimento").

²³⁴ Sul contenzioso degli ultimi anni fra investitori e intermediari finanziari dovuto all'inosservanza delle diverse norme di comportamento in relazione alla prestazione dei servizi d'investimento cfr. i seguenti recenti volumi: IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, op. cit., Milano, Giuffrè, 2011, 57 ss; il quale evidenzia come il legislatore ha inteso evitare la standardizzazione delle informazioni, a favore di informazioni più particolareggiate e relative al singolo prodotto (e al singolo investitore/cliente), al fine di realizzare un rapporto il più possibile personalizzato fra intermediario finanziario e cliente; il quale deve quindi essere reso adeguatamente edotto della natura e dei rischi specifici dell'operazione che sta per intraprendere. Non è sufficiente, infatti, che l'investitore venga semplicemente avvertito, in via generale, del fatto che sta negoziando un titolo a rischio: LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op.cit., in Banca, borsa tit.cred., 2012,I, 383. Gli A. osservano come "nella nuova disciplina regolamentare, il criterio dell'adeguatezza subisce notevoli mutamenti. Da un lato, viene limitata l'applicazione della regola ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, in considerazione della necessaria personalizzazione del servizio; dall'altro, vengono fissati, negli artt. 39 e 40 reg. intermediari, parametri più rigorosi di riferimento nell'indagine sull'adeguatezza, che non possono essere superati neppure in presenza di un consenso scritto del cliente all'esecuzione dell'operazione inadeguata"; SANGIOVANNI, L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro, in Giur. it., 2009, 1682 ss.; RIGHINI, Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore, in Giur. comm., 2009, II, 150 ss.; BOVE, La violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite, in Banca, borsa tit. cred., 2009, II, 143 ss.; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; AA.VV., *I soldi degli altri*, a cura di PERRONE, Milano, 2008; BERSANI, *La responsabilità degli intermediari*

In questa direzione si pone il nuovo regolamento Consob degli intermediari n. 16190/2007 che ha sostituito il 11522 del 1998, allorché dedica una specifica parte alla “trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori”. Particolarmente rilevanti sono l’ art. 27 “*Requisiti generali delle informazioni*” e l’art. 28 “*Condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti*”²³⁵.

finanziari, Torino, 2008; INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuovi, problemi vecchi*, in *Le Società*, 2008, 269 ss; CESIANO, *Gli obblighi dell’intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157 ss; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007; MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell’investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; RUSSO, *Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento*, in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss.. In giurisprudenza cfr. Trib. Genova, 26.02.2011, in www.ilcaso.it “l’art. 21, comma 1 lettera b) del T.U.F. individua un obbligo di informazione “attiva” (che si sostanzia nel dovere per gli intermediari di comunicare ai clienti le informazioni in loro possesso relative alle caratteristiche dei prodotti offerti) e un obbligo di informazione “passiva” (che si sostanzia nel dovere per l’intermediario di acquisire tutti gli elementi necessari relativi agli strumenti finanziari offerti al cliente e di acquisire dallo stesso tutte le notizie relative alle sue caratteristiche di investitore e alla sua propensione al rischio)”. Appello Torino 19.10.2007, in www.ilcaso.it, per il quale “in presenza di titoli originariamente destinati ad investitori qualificati, privi di rating e in caso di operazioni concluse durante la fase del grey market, l’intermediario ha il dovere di acquisire una effettiva conoscenza del grado di rischio dei titoli e quindi circa la probabilità che la società emittente venga meno all’obbligo di pagamento delle cedole e di rimborso del capitale investito”.

²³⁵ ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell’informazione*, in *Resp. civ.*, 2012, 3, 173; secondo il quale “l’informazione deve essere adeguata tanto sotto il profilo della quantità quanto sotto il profilo della qualità. Quest’ultimo aspetto merita particolare attenzione. La parte debole del rapporto, infatti, per difendersi dallo strapotere contrattuale del professionista ha bisogno, in primo luogo, di un’informazione trasparente. Non a caso, nell’ultimo decennio il termine trasparenza è emerso prepotentemente nei testi normativi ed è penetrato nel linguaggio giurisprudenziale. L’esigenza di elevare il livello di correttezza delle contrattazioni diviene anzi il filo conduttore di una pluralità di fonti, per lo più di derivazione comunitaria, che si connotano per la loro pervasività e idoneità a strutturare il mercato su obblighi di informazione sempre più preganti. A tal riguardo, a titolo esemplificativo, si pensi ai molteplici obblighi di informazione precontrattuale previsti dal codice del consumo che mettono in evidenza un quadro segnato dal moltiplicarsi di norme che impongono di accompagnare con una serie di informazioni, veicolate attraverso modalità legalmente imposte, le offerte di beni e servizi.”; SARTORI, *Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele*, op cit., in *Finanza derivata, mercati ed investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI,

L'art.27 del nuovo Regolamento dispone, che tutte *“le informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti”*. Devono essere fornite al cliente, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché *“il cliente sia posto nella condizione di comprendere ragionevolmente la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati ed i rischi ad essi connessi”*, in modo tale che i clienti possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Il successivo art. 28 specifica che le informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. L'obiettivo della trasparenza impone che le informazioni oltre che complete, siano comprensibili sotto il profilo del contenuto e chiare sotto il profilo della modalità di comunicazione²³⁶.

Collana Jura, Pisa, 2012, 152 ss.; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, op. cit., Milano, Giuffrè, 2011, 60 ss.; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2011, 11,735; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, op. cit; Milano 2010, 844 ss ;INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, op cit., Milano, 2008, 45 ss; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, op. cit., Milano 2008, 15 ss.; GABRIELLI, *Il ruolo dell'informazione nel nuovoregolamento Intermediari Consob*, op. cit., in *Corr. merito*, 2008, 401 ss.; INZITARI, PICCININI, *L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed indamepimento contrattuale*, op. cit., in *Tutela del risparmio*, Authorities, Governo Societario, AA.VV., a cura di BILANCIA, RIVOLTA, Giuffrè, Milano, 2008, 262 ss.; GRECO, *“La regola dell'informazione nel nuovo regolamentoConsob”* tratto dalla *Relazione al convegno “La tutela del risparmio tra evoluzione normativa e giurisprudenziale”*, svoltosi a Lecce, il 16 novembre 2007, organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura – Ufficio dei Referenti per la formazione decentrata Corte d'Appello di Lecce e la Scuola di Specializzazione per le professioni legali – Univ. Del Salento.

²³⁶ Sull'argomento si segnala una recente e interessante sentenza Trib. Roma, 16.3.2012, in *Pluris -Utet. Per il tribunale capitolino* “Se è dunque vero che, “gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati” (art. 29, 2 comma, citato Regolamento), è anche vero che la non adeguatezza della specifica operazione doveva - e deve - essere comunque segnalata dagli intermediari, i quali sono tenuti a fornire all'investitore chiare informazioni anche delle “ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione” e solo - come detto - “qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione ... possono eseguire l'operazione stessa, solo sulla base di un ordine impartito per iscritto...” (art. 29, 3 comma): anche in questi ultimi casi - o meglio - a maggior ragione proprio in questi casi di ritenuta e segnalata non adeguatezza dell'operazione è necessario che vi sia una idonea, cioè chiara e trasparente, informazione da parte degli intermediari per consentire al cliente di avere

Particolare importanza riveste in tema di adeguatezza e appropriatezza, anche l'art. 39, rubricato *“Informazioni dai clienti nei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli”* il quale prevede che, al fine di raccomandare gli strumenti più adeguati al profilo del cliente, gli intermediari ottengano dallo stesso cliente le informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per gli strumenti finanziari oggetto di contrattazione, alla sua situazione finanziaria ed ai suoi obiettivi di investimento. Gli intermediari devono essere messi al corrente degli strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; della natura,

una piena conoscenza e consapevolezza della rischiosità dell'operazione finanziaria. In tale contesto, è del tutto condivisibile che "... l'obbligo dell'intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, permanga attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto e si rinnovi ogni qual volta la natura e l'entità della singola operazione lo richieda..." (cfr. citata sentenza nelle motivazioni). Va, inoltre, ricordato che il citato art. 21, lett. b, TUF, che costituisce norma primaria rispetto al regolamento Consob, nell'imporre agli intermediari di "operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati", al fine di consentire ad essi di effettuare "consapevoli scelte di investimento o disinvestimento" (art. 28, 2 comma, del reg. Consob), si riferisce genericamente ai servizi di investimento indicati all'art. 1, 5 comma, TUF senza alcuna distinzione tra le varie tipologie di servizi, tra cui conseguentemente rientrano, per quanto qui di interesse, anche le negoziazioni di strumenti finanziari per conto proprio e di terzi, come quelle oggetto di causa. In conclusione per tutta la durata del rapporto sussistono sia obblighi di adeguata informazione attiva e passiva a carico dell'intermediario per consentire al cliente di fare scelte consapevoli e sia doveri di contenuto negativo, consistenti nel non consigliare o nel non effettuare, salvo specifico ordine per iscritto del cliente, operazioni con una frequenza o con dimensioni eccessive o profili di rischio elevati rispetto alla concreta situazione finanziaria del cliente ed alla sua concreta tipologia di investitore. E' del resto evidente che il rischio derivante da un'operazione finanziaria vada posto a carico del cliente, solo se costui sia stato adeguatamente informato, tenuto conto delle sue caratteristiche soggettive, delle sue propensioni e dei suoi obiettivi di investimento, ed abbia compreso la portata dell'operazione da compiere"; Trib. Napoli, 09.11.2009, in www.ilcaso.it per il quale "costituisce grave inadempimento la violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 28, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, attinenti la natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione, non essendo idoneo a fornire tale informazione il documento generale sui rischi di investimento. L'omissione dell'informazione in questione non consente all'investitore di effettuare una scelta libera e consapevole, specialmente ove la violazione riguardi titoli trattati al cd. grey market per i quali non è disponibile l'offering circular". In dottrina vedasi l'ampio articolo LENER- LUCANTONI, Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, op. cit., in Banca, borsa tit. cred., 2012, I, 382.

volume e frequenza delle operazioni realizzate dal cliente, oltre al periodo nel quale sono esse sono state realizzate²³⁷.

²³⁷ Cass. 25.06.2008, in *www.ilcaso.it* per la quale “in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di un'operazione non adeguata (nella specie, avente ad oggetto obbligazioni Mexico 10%), può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini - non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio (nella specie, obbligazioni Telecom Argentina), perchè ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob”. In questa logica si colloca il dato giurisprudenziale più recente: si chiarisce che l'intermediario ha sempre l'obbligo di informare l'investitore delle caratteristiche del singolo strumento finanziario, del rischio ad esso connesso e dell'adeguatezza dell'operazione e ciò a prescindere delle effettive conoscenze in possesso dell'investitore e da quanto avvenuto in occasione di precedenti operazioni (vedi App. Milano, 26.5.2011, in *www.il caso.it*, 2011; App. Torino, 2.2.2011, in *www.il caso.it*, 2011; Trib. Verona, 10.3.2011, in *www.il caso.it*, 2011; Trib. Mantova, 31.3.2009, in *www.il caso.it*, 2009. Nella stessa direzione Trib. Torino, 26.8.2009, in *www.il caso.it*, 2009, ove si precisa che l'**informazione** relativa alla specifica operazione non può consistere in una avvertenza formulata in modo generico. In quest'ottica, con riguardo ad una obbligazione corporate, deve considerarsi insufficiente l'**informazione** che si limiti ad indicare il rating e la classe di rischio e non faccia nessun cenno all'eventualità del mancato rimborso del capitale (vedi Trib. Udine, 5.3.2010, in *www.ilcaso.it*, 2010 ove si impone all'**intermediario** di compilare autonome valutazioni sulla rischiosità del prodotto a prescindere dalle classificazioni operate dalle agenzie di rating che troppo spesso - come confermato dalla prassi - si sono rivelate inattendibili. *Contra* Trib. Novara, 23.6.2011, in *www.ilcaso.it*, 2011). Altresì, risulta insufficiente a mettere in allerta l'investitore in ordine alla perdita del capitale investito l'**informazione** che si limita a fare riferimento all'affidabilità in senso lato di un determinato paese emittente (Trib. Oristano, 28.1.2010, in *www.il caso.it*, 2010) ovvero che si limita alla dicitura «titoli di non facile liquidabilità» (Trib. Firenze, 1.3.2010, in *www.il caso.it*, 2010). In questa direzione vedi anche Trib. Casale Monferrato, 4.3.2011, in *www.il caso.it*, 2011, ove si afferma che la generica dicitura contenuta sull'ordine di acquisto dalla quale emerge la rischiosità dell'operazione impone all'**intermediario** di fornire all'investitore specifiche indicazioni sulle caratteristiche dei titoli negoziati ed ai connessi profili di rischio. Vedi da ultimo Trib. Milano, 26.9.2011, in *www.ilcaso.it*, 2011, ove si afferma che la dicitura «operazione inadeguata - titolo a rischio» contenuta nell'ordine di acquisto non è idonea a dimostrare l'assolvimento, da parte dell'**intermediario**, degli obblighi informativi previsti dalla normativa primaria e secondaria in materia di intermediazione finanziaria. Si precisa, in particolare, che le motivazioni correlate all'inopportunità dell'investimento per inadeguatezza di esso non possono essere sufficientemente chiarite sottoponendo al cliente un testo prestampato in cui ci si limiti ad indicare l'operazione come «inadeguata» e i titoli come «rischiosi» essendo necessario, viceversa, che l'**intermediario** dimostri di aver illustrato al cliente le ragioni dell'inadeguatezza. Vedasi sull'argomento Linee Guida ABI contenenti “Indicazioni tecnico-giuridiche per i contratti per i servizi di investimento con i clienti retail dopo la MiFID” - validate dalla Consob il 24 marzo 2009, in *www.abi.it*- che al riguardo così si esprimono: «il RI impone all'intermediario di ‘notificare’ al cliente ‘in tempo utile’ qualsiasi modifica rilevante delle informazioni precontrattuali dicui si è detto. Quanto alla locuzione ‘termine utile’... può intendersi il momento antecedente alla stipula del contratto, nonché, ove la stipula si sia già verificata, quello comunque antecedente all’inizio della

Il successivo art. 40 dispone che l'intermediario, tenuto conto delle caratteristiche del prodotto finanziario e delle caratteristiche del cliente, deve valutare e verificare che l'operazione corrisponda agli obbiettivi di investimento del cliente, sia tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento, il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.²³⁸

prestazione del servizio; ne consegue che anche ove il contratto sia già stato sottoscritto, ma non sia ancora stato eseguito, l'intermediario è tenuto a comunicare al cliente il sopravvenire di modifiche rilevanti concernenti le informazioni già fornite. In merito alle modalità operative con cui la comunicazione delle modifiche deve avvenire, si richiama l'attenzione sul termine "notificare", che, utilizzato presumibilmente in modo atecnico dal legislatore, evoca l'esigenza di ricorrere a modalità operative idonee a consentire all'intermediario di fornire prova della sua diligenza (la raccomandata con ricevuta di ritorno, il telefax e la posta elettronica certificata)».

²³⁸ GRECO, *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in *www.dirittobancario-dicembre2012*; SARTORI, *Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele*, op. cit., in *Finanza derivata, mercati ed investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana Jura, Pisa, 2012, 163 ss.; DELLA VECCHIA, *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Le Società*, 2011, 675; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2011, 11,735; SEVERI, *Operatore qualificato ed onere della prova*, op. cit., in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, op. cit., Milano, Giuffrè, 2011, 60 ss.; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, op. cit; Milano 2010, 844 ss.; SANGIOVANNI, *Adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corriere giur.*, 2010, 1385 ss; MEUCCI, *Articolazione della clientela e tutela dell'investitore: La cassazione si pronuncia sul valore della qualifica di "operatore qualificato" in materia di operazioni in strumenti finanziari*, op. cit., in *www.personaemercato.it* del 2009.; DE IULIIS, *Principi di diritto del mercato finanziario*, Torino, 2008, 240 ss; MEUCCI, *Obblighi informativi e tutela dell'investitore. L'evoluzione del sistema e le novità introdotte dalla MiFID*, in *www.personaemercato.it* del 2007; GRECO, *La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob*, in *www.ilcaso.it*; INZITARI- PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, op cit., Milano, 2008, 45 ss.; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, op. cit., Milano 2008, 15 ss.; GABRIELLI, *"Il ruolo dell'informazione nel nuovo regolamento Intermediari Consob"*, op. cit., in *Corr. merito*, 2008, 401 ss. Già prima dell'entrata in vigore del nuovo regolamento n.16190/2007, la giurisprudenza ebbe modo di affermare : Trib. Catania, 5.05.2006, in *www.ilcaso.it* "il corretto assolvimento degli obblighi di informazione deve mettere l'investitore nelle condizioni di comprendere esattamente la tipologia dei titoli acquistati, la natura ed il grado di esposizione al rischio delle operazioni in strumenti finanziari, l'esistenza di un rischio per il capitale investito. Deve trattarsi, quindi, di informazioni <<adeguate>> al cliente, in relazione al suo grado di istruzione, alla sua qualifica professionale, alla sua propensione al rischio, alla sua situazione personale"; Trib. Novara, 5.6.2006, in *www.ilcaso.it*. Secondo il

I tre doveri generali imposti agli intermediari (*Know your merchandise rule, know your customer rule, suitability rule*) operano in sinergia tra loro: gli intermediari, infatti, possono astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate in relazione alle caratteristiche finanziarie e personali della clientela, solo se conoscono, in primo luogo, le caratteristiche della stessa clientela²³⁹.

tribunale piemontese “ i doveri d'informazione attengono, secondo la classificazione operata da parte della dottrina, tanto ad un profilo "passivo" (*know your customer*), inerente l'acquisizione di elementi di giudizio idonei a consentire la c.d. profilatura del cliente (art. 28 reg. Consob n. 11522/1998), quanto ad un profilo "attivo" (*suitability rule*), concretantesi nell'obbligo di segnalare al cliente l'inadeguatezza dell'operazione e di astenersi dall'effettuarla, a meno che il cliente manifesti chiaramente la inequivoca volontà di porla comunque in essere (art. 29 reg. Consob). Le stesse prescrizioni di settore, pertanto, modulano gli obblighi informativi in relazione alle circostanze del caso concreto, vuoi con riguardo alla tipologia del cliente, vuoi con riferimento ai connotati dell'operazione in questione. (...) Avuto riguardo al profilo soggettivo del cliente, all'entità della transazione contestualmente effettuata e al rifiuto di fornire specifiche informazioni sulla propria situazione finanziaria, è da escludere che la banca sia venuta ai propri obblighi informativi. (...) Valga al riguardo quanto puntualmente ed efficacemente già affermato dalla giurisprudenza di merito (Trib. Torino, 21 marzo 1005, Giudice unico Scovazzo), in una pronuncia attinente caso analogo al presente, in cui, ad avviso di questo Collegio, si è colto nella sua essenza il problema del temperamento fra il concreto adempimento degli obblighi d'informazione da parte dell'intermediario ed il non oblitterabile principio di autoreponsabilità, cui non può non essere informata la condotta di ogni operatore, qualificato o meno, nell'assunzione di qualsivoglia vincolo contrattuale, specie se diretto all'acquisto di prodotti, quali quelli finanziari, che già la comune esperienza riconosce come di elevata complessità e sofisticatezza e tanto più allorquando si intenda dislocare in essi una quota non esigua del proprio patrimonio: "la tesi attorea pretend[er] troppo, nel fare riferimento all'opinione secondo cui la banca avrebbe dovuto consegnare (come, si è detto, ha consegnato) al cliente, ovvero far risultare dal corpo dei contratti (come, in effetti, risulta) la doverosa serie d'informazioni di "allarme" circa i rischi delle operazioni, ma anche sincerarsi che il cliente avesse ben compreso tutto quanto, e non "solo" sottoscritto dei moduli. Tale tesi si risolve nella previsione della doverosità, nella prassi bancaria, di una sorta di esame di diritto ed economia degli intermediari finanziari, che il **cliente** deve necessariamente superare per poter effettuare un investimento, e la banca possa andare esente da responsabilità risarcitoria ove l'investimento si risolva in un fiasco. Il che pare davvero troppo. Piuttosto, è senz'altro vero, anche se privo di rilevanza in chiave di responsabilità, il fatto che quando la banca (come nel caso di specie) adempie a tutti i suoi obblighi informativi "formali", pure il cliente potrebbe non essere perfettamente edotto della situazione: perché senz'altro, e quasi ontologicamente, i due soggetti economici che entrano in contatto (la banca e il cliente) non sono qualificabili in termini di simmetria culturale (ovviamente, nell'ambito finanziario di riferimento). Ma tanto occorre sapere, quando si interagisce, da clienti "retail", con un intermediario: e pare di poter affermare che è sufficiente, ove non si abbia piena padronanza del perimetro di rischio illustrato da un documento di investimento che si va a firmare, non firmarlo, per evitare ogni nocumento patrimoniale".

²³⁹ Sui principi di adeguatezza ed appropriatezza, vedasi ampiamente LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure*

in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, op. cit., in Banca, borsa tit. cred., 2012, I, 369; SARTORI, Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele, op. cit., in Finanza derivata, mercati ed investitori, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana Jura, Pisa, 2012, 170 ss. L'A. osserva come "il legislatore comunitario ha seguito con la Direttiva MIFID la strada del "doppio binario": da una parte, viene ribadita, anzi rinforzata, la previgente disciplina dell'adeguatezza delle operazioni finanziarie nell'ambito del servizio di gestione di portafogli e del nuovo servizio di (investimento di) consulenza. La suitability rule viene estromessa dal mondo dell'informazione; dall'altra, viene per contro ammorbidita/annacquata la disciplina di riferimento per gli altri servizi di investimento (negoziazione per conto proprio, esecuzioni di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini, assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile, collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile) diventando regola di appropriatezza [...]. In termini di politica del diritto, la scelta è chiara. La regola dell'adeguatezza assume un diverso significato giuridico. Da regola informativa espressione del riconoscimento della libertà dell'investitore di autodeterminarsi, con le cautele richiamate, nel mercato finanziario diviene regola di solidarietà. La disparità informativa tra le parti incide direttamente sull'autonomia privata in guisa che l'intangibilità della volontà individuale cede definitivamente il passo all'esigenza di tutela del risparmio. Detto altrimenti, esigenze efficientistiche e di utilità sociale giustificano l'incursione nel dogma dell'intangibilità della volontà contrattuale". Sullo stesso argomento Cfr. SARTORI, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutela e prospettive MiFID, in Riv. dir. priv., 2008, 25 ss; IUDICA, La responsabilità degli intermediari finanziari, op. cit., Milano, Giuffrè, 2011, 51 e 71 ss. L'A. evidenzia come "quando gli intermediari finanziari non ottengono le informazioni richieste (cfr art 40 Regolamento Intermediari) essi debbono astenersi dal prestare i servizi di consulenza e di gestione. Se l'intermediario finanziario non riceve dal cliente un'informazione necessaria a delinearne correttamente il profilo o la propensione al rischio, l'intermediario si deve astenere e non deve effettuare alcuna prestazione di consulenza o gestione nell'interesse del cliente stesso[...]. Le informazioni acquisite dal cliente costituiscono, quindi, attualmente, un elemento improrogabile, in assenza del quale l'intermediario finanziario è tenuto necessariamente ad astenersi dall'espletamento di qualunque prestazione in nome e per conto del cliente"; SANTOCCHI, Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediari e cliente, in I contratti del mercato finanziario, a cura di E. GABRIELLI e R. LENER, I, Torino, 2011, 281 ss.; NATOLI, Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di risparmio, in I Contratti, 2010, 67 ss. il quale rileva che "per servire al meglio l'interesse del cliente il legislatore ha previsto, fin dalla legge Sim, che l'impresa di investimento debba indirizzare il risparmiatore verso forme di investimento coerenti con le sue esigenze (c.d. regola dell'adeguatezza). La portata delle regole di informazione verso l'impresa si è però modificata e diversificata nel tempo. Oggi la regola dell'adeguatezza si è sdoppiata, perché accanto ad essa sta la regola, di nuovo conio, dell'appropriatezza. D'altro canto per un verso ne è stato ampliato l'ambito soggettivo, perché non si applica soltanto ai clienti al dettaglio (categoria soggettiva che ricomprende oggi anche le persone giuridiche), ma anche ai c.d. clienti professionali, rispetto ai quali, tuttavia, operano alcune presunzioni. Per altro verso, ne è stato ristretto l'ambito oggettivo: ieri, almeno secondo una certa interpretazione giurisprudenziale, la regola dell'adeguatezza riguardava tutti i servizi di investimento, oggi soltanto i servizi di consulenza in materia di investimenti ed i servizi di gestione di portafoglio[...]. La regola dell'adeguatezza impone dunque una coerenza costante tra la c.d. profilatura del cliente e le scelte di investimento suggerite (consulenza) o compiute (gestione) nel suo interesse"; ANTONUCCI, Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato, in Banca borsa tit. cred., 2010, I, 728 ss.; FIORIO, Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate, in Giur. it., 2010, 343 ss.; GUERINONI, La nuova disciplina dei contratti di investimento, op. cit., Milano 2008, 125 ss; MAFFEIS, Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere, in I Contratti, 2008, 408; SANGIOVANNI, Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID, op. cit., in I Contratti, 2007, 251. In giurisprudenza si segnalano: Trib. Gorizia, 18.02.2011, in www.ilcaso.it, per il quale "Ai fini della valutazione di inadeguatezza

dell'operazione, la propensione al rischio manifestata dall'investitore deve essere tenuta in considerazione con riferimento ad ogni singola operazione, così che diviene irrilevante la circostanza che in passato l'investitore abbia acquistato titoli speculativi, dovendosi ritenere che lo stesso abbia la possibilità di determinarsi in maniera diversa rispetto ad ogni singola operazione"; Trib. Udine, 01.07.2011, in www.ilcaso.it, secondo cui "l'adeguatezza della operazione al profilo del cliente va valutata sulla base delle informazioni assunte ai sensi dell'art. 28 del reg. Consob 11522/98 e "di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati"; l'intermediario deve quindi tener conto sia delle caratteristiche soggettive dell'investitore, che delle caratteristiche oggettive dell'operazione e formulare il giudizio di adeguatezza mettendo in rapporto le une con le altre"; Appello Salerno, 29.09.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "Non può dirsi legittima - e dà luogo al risarcimento del danno - un'operazione "non adeguata" compiuta in apparente esecuzione del contratto quadro stipulato tra una finanziaria ed un privato, in mancanza di prova, anche se dovuta al mancato rideposito in appello del fascicolo di primo grado di: i) un ordine scritto dinanzi ad un'operazione non adeguata; ii) della menzione, nell'ordine scritto, dell'avviso al cliente investitore della non adeguatezza, la quale menzione oltretutto non si risolve in una mera dicitura priva di concreta specificazione del significato dell'avvertimento; iii) della successiva conferma dell'ordine, firmata dal cliente stesso, nonostante l'avvertimento medesimo."; Tribunale Ravenna, 12.10.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "L'articolo 29 del reg. Consob n. 11522/98, il quale pone a carico dell'intermediario l'onere di informare l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni che ne sconsigliano l'attuazione, ha introdotto una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto degli strumenti finanziari, un elemento costitutivo attinente alla struttura e al contenuto - che deve risultare da atto scritto o con forma equivalente - posto a tutela di interessi pubblicistici di rango costituzionale (quali il risparmio e l'esigenza di trasparenza dei mercati finanziari), con la conseguenza che la violazione di tale precetto comporta la nullità del contratto ai sensi dell'articolo 1418, comma 1, cod. civ."; Tribunale Monza, 4.03.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "Sussiste il concorso di colpa dell'investitore che, debitamente avvertito dell'inadeguatezza per dimensione dell'operazione e dell'opportunità di diversificare gli investimenti, impegni l'intera sua liquidità in un unico prodotto finanziario". Tribunale Pescara, 19.02.2009, in www.ilcaso.it, secondo cui "Non può ritenersi clausola di stile la sottoscrizione da parte dell'investitore di dicitura, connotata da netta evidenziazione grafica, contenente l'avviso della banca secondo cui l'ordine di acquisto di strumento finanziario (nel caso di specie obbligazioni argentine) non era adeguato alle indicazioni fornite dal cliente sulla sua situazione finanziaria e sui suoi obiettivi perseguiti."; Trib. Mantova, 31.03.2009, in www.ilcaso.it, per il quale "l'intermediario deve informare l'investitore delle caratteristiche del singolo strumento finanziario, del rischio ad esso connesso e dell'adeguatezza dell'operazione e ciò a prescindere dalle effettive conoscenze in possesso dell'investitore e da quanto avvenuto in occasione di precedenti operazioni; Trib. Forlì, 10.06.2008, in www.ilcaso.it, per cui "in tema di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, il carattere professionale dell'attività esercitata dall'intermediario determina uno standard qualificato di diligenza il cui assolvimento non può riconoscersi per il solo fatto che risulti barrata un'apposita voce contenuta nella modulistica. L'intermediario ha il dovere di esaminare con attenzione l'operazione richiesta, ponderandone i rischi e di valutarne la compatibilità con i profili soggettivi del richiedente. L'intermediario deve compiere attività di indagine, previsione e giudizio, mediante valutazione comparativa delle caratteristiche intrinseche del titolo con l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la capacità patrimoniale e finanziaria e la propensione al rischio del richiedente: solo in tal modo è possibile infatti valutare compiutamente l'adeguatezza dell'operazione, secondo la terminologia utilizzata dall'art. 29 del reg. Consob n. 11522/98"; Appello Torino, 27.11.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "Nella valutazione della adeguatezza dell'operazione, non rileva tanto il fatto che l'investitore abbia in precedenza effettuato sporadiche operazioni in titoli azionari, quanto il tipo di investimenti che lo stesso era solito effettuare e la valutazione se l'acquisto di un titolo particolarmente rischioso (nella specie obbligazioni Cirio) si configuri come una vera e propria svolta nella strategia personale di investimento e conversione di un portafoglio sicuro in uno ad altissimo rischio"; Tribunale Milano, 13.11.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "Sono inadeguate, per dimensione e con riferimento al profilo dell'investitore, le operazioni di acquisto che portano la prima (euro 250.000,00) ad un quarto e la seconda (euro 258.000,00) ai due terzi dell'intero patrimonio, la quota investita in obbligazioni argentine da parte di due coniugi, una casalinga ed un pensionato, privi di prospettive di rilevanti guadagni e

Poiché da un punto di vista giuridico il concetto fondante della *suitability rule* è quello della diligenza professionale, **l'intermediario è responsabile per il compimento di un'operazione non adatta**, qualora non abbia utilizzato tutti i mezzi e gli accoglimenti necessari per attuare il tipo d'attività in cui sia ravvisabile la soddisfazione dell'interesse dell'intermediario²⁴⁰.

*soliti investire esclusivamente in titoli di stato"; Tribunale Milano, 24.09.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "È inadeguata per dimensione l'operazione di acquisto di obbligazioni argentine che incide nella misura del 24 per cento del portafoglio dell'investitore all'interno del quale sono presenti azioni e fondi azionari ma in percentuale di gran lunga inferiore di quella sopra indicata"; Trib. Brindisi, 18.07.2007, in www.ilcaso.it, per il quale "gli obblighi informativi previsti dagli artt. 21 e ss. del TUF hanno natura più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.) gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale e ciò in considerazione della particolare natura dei contratti cui si rivolgono, che presentano un elevato grado di rischio ed espongono quindi il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale investito. L'aderente all'investimento, inoltre, è un soggetto privo delle cognizioni tecniche necessarie per operare in un settore altamente specializzato, quale quello dei mercati dei valori mobiliari. Ne deriva che deve considerarsi condicio sine qua non per la validità del contratto di investimento la circostanza che in sede di stipula il risparmiatore abbia ricevuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. Le norme regolanti i servizi di investimento in prodotti finanziari – in quanto volte alla tutela sia del singolo investitore, sia più ingenerale, dell'intero mercato dei valori mobiliari – hanno, quindi, natura e portata di norme imperative, il che implica la loro inderogabilità ad opera delle parti e la sanzione della nullità per la loro violazione. La valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione, proprio in considerazione della maggiore rischiosità del prodotto richiesto o presentato, costituisce un quid pluris rispetto al generale obbligo informativo di cui all'art. 28"; Trib. Trani, 31.01.2006, in *I Contratti*, 2006, 686. In quest'ultima sentenza si legge: "non è superfluo rammentare che la regola di condotta della c.d. adeguatezza, "suitability", riassunta nella nota espressione anglosassone "Know your customer rule", impone all'intermediario di esprimere un giudizio sulla operazione, avuto riguardo ai criteri della "tipologia, oggetto, dimensione e frequenza". L'obiettivo perseguito nella disposizione di legge in esame - vale a dire "la possibilità di valutare se l'operazione dal cliente proposta o allo stesso suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche" - consiste nel garantire ai clienti le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, la cui conoscenza è necessaria ai cliente per effettuare scelte consapevoli. E' quindi su tali principi che, trasfusi nel contratto di acquisto, deve essere valutato il comportamento della banca, tenendo presente altresì che l'onere della prova, a norma dell'art. 23, comma sesto, del D.lgs. n. 58/1998, è invertito, incombendo sulla banca la prova di aver adempiuto con la specifica diligenza professionale richiesta ad un soggetto che opera nella qualità professionale di intermediario".*

²⁴⁰ ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, op cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, 728 ss.; LUISE, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, op. cit., in *Obbl. e Contr.*, 2010, 10, 696; SCARPA, *La responsabilità dell'intermediario finanziario tra regole di condotta e regole di validità*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2010, 1, 5 per il quale "l'obbligo di fornire all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni finanziarie e dei servizi, gli obblighi informativi in caso di perdite, la regola sulla adeguatezza delle operazioni, l'obbligo di consegnare il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari, l'obbligo di informarsi sulla situazione finanziaria del cliente (know your customer rule),

Tali obblighi di informazione non sono una mera applicazione dei principi generali di correttezza e buona fede, ma si sostanziano in

(suitability rule), la disclosure dei conflitti di interesse, le rendicontazioni, sono tutti obblighi che gravano sugli operatori in tutte le fasi del rapporto con l'investitore"; PIAZZA, La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore, in *Corriere giur.*, 2005, 1027. In giurisprudenza si segnala : Trib. Bologna, 30.03.2010, in *www.ilcaso.it* per il quale "gli obblighi informativi di cui all'art. 21 Tuf - D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - ed agli artt. 26-29 del relativo Regolamento Consob, posti a carico dell'intermediario, sono finalizzati, oltre che all'efficiente e diligente svolgimento dei servizi di investimento per la migliore tutela del risparmio individuale e collettivo, anche alla riduzione del gap di competenze tecniche e di strumenti conoscitivi esistente tra il professionista-intermediario ed il consumatore-piccolo risparmiatore-investitore. Essi quindi impongono all'intermediario di agire nei rapporti con il cliente con una diligenza non meramente generica ma specifica, nel senso di 'individualizzata' e 'conformata' rispetto alla concreta e specifica situazione personale del cliente. E tale risultato può conseguirsi solo se la banca, nell'eseguire il mandato a negoziare, proceda comparando il grado effettivo di conoscenza tecnica, di capacità economica, di aspettative realistiche del singolo investitore ("know your customer rule") con lo specifico investimento finanziario scelto dal cliente ("know your merchandise rule"), quindi valutando sulla base di tale comparazione l'adeguatezza o meno dell'operazione finanziaria rispetto all'investitore ("suitability rule"), comunicando al cliente le specifiche ragioni sulle quali si fonda l'eventuale giudizio di inadeguatezza ed infine astenendosi dall'eseguire il mandato a meno che il cliente non confermi per iscritto di voler comunque procedere alla negoziazione nonostante la segnalata inadeguatezza"; Trib. Novara, 08.02.2010, in *www.ilcaso.it*, secondo il quale "in ordine al profilo specifico dell'adeguatezza o suitability, riassunta nel brocardo know your customer rule, bisogna specificare che tale regola di condotta impone all'intermediario di esprimere un giudizio sull'operazione, avuto riguardo ai criteri della 'tipologia, oggetto, dimensione e frequenza'. L'obiettivo perseguito dalla disposizione di legge in esame, vale a dire la possibilità di valutare su l'operazione proposta dal cliente o a questi suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche, consiste nel garantire ai clienti le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, la cui conoscenza è necessaria a questi ultimi per effettuare scelte consapevoli. E' quindi su tali principi che, trasfusi nel contratto di acquisto, deve essere valutato il comportamento della banca. E' stata ritenuta imprescindibile una completa e adeguata informazione, indipendentemente dal livello di preparazione o di esperienza in materia di investimenti o di propensione al rischio del singolo cliente"; Trib. Roma, 17.11.2005, in *www.ilcaso.it*, per il quale "ai fini della condanna dell'intermediario a risarcire i danni, nella valutazione dell'osservanza (o inosservanza) da parte sua della cosiddetta "suitability rule" e delle prescrizioni di comportamento e di informazione che la traducono in sede sia legislativa (di TUF - D.Lgs. n. 58/1998) che regolamentare (di Consob), è necessario valutare il profilo «finanziario» dell'investitore. Ciò comporta una valutazione congiunta sia delle sue qualità personali e professionali sia degli obiettivi, al limite a rischio e speculativi, dell'investimento (come nel caso di specie, in cui si erano escluse per inammissibilità e comunque per infondatezza nel merito sia la nullità che l'annullamento dell'ordine)"; Trib. Roma, 25.5.2005, in *Corriere Giur.*, 2005, 9, 1275 per il quale "e' fondata la domanda dell'investitore contro la banca per violazione della c.d. suitability rule (art. 21 t.u.f. lett. a) e b)) in base alla quale la banca avrebbe dovuto informare l'attore della non adeguatezza dell'investimento con la conseguente responsabilità per il danno lamentato dall'investitore".

obblighi di interpretazione della volontà dell'investitore la cui osservanza è fondamentale per la valida formazione del consenso²⁴¹.

Gli investitori privati e pubblici che hanno contestato all'intermediario la violazione delle regole di condotta, in particolare delle norme in tema di obblighi informativi e di adeguatezza dell'operazione, hanno invocato la nullità dei contratti, sostenendo il carattere imperativo della disciplina²⁴².

²⁴¹ Cfr. LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012, I, 369; GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, pg 60 ss; SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, op. cit., in *I contratti*, 2006 pg.691. L'A. sottolinea come l'intero funzionamento dei mercati mobiliari si fondi proprio sull'informazione che deve essere corretta, completa e tempestiva; PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003; PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, 372 ss.; COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. civ.*, 1993, 719 ss. Sulla importanza degli obblighi informativi nel nostro ordinamento si segnalano *ex multis* due decisioni: Trib. Mantova, 5.04.2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania, 5.05.2006, in *www.ilcaso.it*. Secondo quanto affermato dai due tribunali "il corretto assolvimento degli obblighi di informazione deve mettere l'investitore nelle condizioni di comprendere esattamente la tipologia dei titoli acquistati, la natura ed il grado di esposizione al rischio delle operazioni in strumenti finanziari, l'esistenza di un rischio per il capitale investito. Deve trattarsi, quindi, di informazioni <<adeguate>> al cliente, in relazione al suo grado di istruzione, alla sua qualifica professionale, alla sua propensione al rischio, alla sua situazione personale".

²⁴² Ci si è innanzitutto chiesti se la normativa in tema di intermediazione finanziaria, legislativa e regolamentare, sia posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzi in norme imperative. In secondo luogo, quali sarebbero le conseguenze della violazione di tale normativa e quale la tipologia dei rimedi offerti dal nostro ordinamento: la nullità del contratto, ai sensi dell'art. 1418, 1° comma, c.c., anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore, ovvero la semplice risoluzione del contratto, ex art. 1453 c.c. per inadempimento dell'intermediario? L'opinione maggioritaria è nel senso che le prescrizioni contenute negli artt. 21 t.u.f. e 26-29 del reg. n. 11522, (ormai abrogato) abbiano natura imperativa, in quanto poste a tutela di interessi generalissimi la tutela del risparmio - valore costituzionalmente protetto ex art. 47 Cost. - nonché l'integrità ed il buon funzionamento dei mercati. Quanto alle conseguenze derivanti dalla violazione di norme imperative, le posizioni emerse sia in giurisprudenza che in dottrina sono contrastanti. Complesso è l'accertamento dei casi in cui la norma possa essere qualificata imperativa. Sull'argomento cfr. BONILINI, *La invalidità del contratto*, in BESSONE (a cura di), *Istituzioni di diritto privato* (Torino, 2002), 739 ss.; BIANCA, *Il contratto*, *Diritto Civile*, (Milano, 2000), III, 618. Per un'esauritiva trattazione delle problematiche connesse alla categoria della nullità si vedano in particolare: PASSAGNOLI, *Nullità speciali* (Milano, 1996); DI MAJO, *La nullità*, in *Il*

Contratto in generale, in BESSONE (diretto da), *Tratt. di dir. privato* (Torino, 2002), VII, 140. V. ancora DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1985, 440; GENTILI, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno, *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, 1999, II, 1333. Sullo stesso argomento v. POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, *op.cit.*, in *I Contratti*, 2006 pg. 645 ss. Secondo l'A. il rimedio della nullità avrebbe subito in questi ultimi anni una vera e propria inflazione, specie ad opera della legislazione speciale (tra nullità-sanzione-nullità di protezione, nullità rimedio), rischiando di appesantire oltre il dovuto e il necessario l'autonomia dei privati circoscrivendola con continui paletti. Nella stessa direzione, sia pure meno critico, si è espresso anche C.M. Bianca, *Il contratto, Diritto Civile, op.cit.*, Milano, 2000, pg. 620. Secondo questo A. di recente si assiste al fenomeno di un sistematico intervento di leggi speciali, che utilizzano la sanzione della nullità in funzione di tutela di contraenti deboli: vedi, ad es., il T.U. delle leggi bancarie (d.lgs 1 settembre 1993, n.385), che prevede la nullità dei contratti bancari non redatti per iscritto e delle clausole di rinvio agli usi per la determinazione di tassi di interesse, prezzi e condizioni e quelle che prevedono interessi, prezzi e condizioni più sfavorevoli per i clienti di quelli pubblicizzati (art. 117); il T.U. dell'intermediazione bancaria (d.lgs 24 febbraio 1998 n.58), che sancisce analoghe nullità dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (artt.23, 24); la legge sulla subfornitura (18 giugno 1998, n.192), che sancisce la nullità dei patti che conferiscono al committente il potere di modificare il contratto o di recederne senza congruo preavviso (art.6); la disciplina dei contratti del consumatore (art. 1469 bis cod. civ). L'A. osserva che generalmente queste nullità non possono essere fatte valere dalla parte destinataria dei divieti e ciò ha contribuito a rimettere in discussione la figura unitaria della nullità quale sanzione comminata a diretta tutela di un interesse generale. Tuttavia, le nuove nullità sono intese pur sempre a colpire situazioni generalizzate di dannosità sociale che richiedono l'intervento della legge in attuazione del principio costituzionale della parità reciproca. L'interesse direttamente tutelato è quindi un interesse generale pur se la nullità dei contratti o delle clausole è sancita a vantaggio dei singoli contraenti. Tra le più recenti nullità speciali va menzionata quella prevista nell'art. 36 d.lgs 6 settembre 2005, n.206 Codice del Consumo. Tra le molte decisioni di merito che fanno derivare dalla violazione delle regole di condotta la nullità del contratto vanno segnalate: Trib. Ferrara, 28.01.2010, in *www.ilcaso.it* secondo cui "l'obbligo dell'intermediario, previsto dall'art. 29 del reg. Consob n. 11522/1998, di avvertire in forma scritta (o su supporto magnetico) il cliente dell'inadeguatezza dell'operazione non è una semplice regola di comportamento, ma costituisce una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto di strumenti finanziari, la cui violazione comporta la nullità del singolo ordine di acquisto ai sensi dell'art. 1418, comma 1, codice civile"; Trib. Ravenna, 12.10.2009, in *www.ilcaso.it* per il quale "l'art. 29 del reg. Consob n. 11522/98, il quale pone a carico dell'intermediario l'onere di informare l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni che ne sconsigliano l'attuazione, ha introdotto una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto degli strumenti finanziari, un elemento costitutivo attinente alla struttura e al contenuto - che deve risultare da atto scritto o con forma equivalente - posto a tutela di interessi pubblicistici di rango costituzionale (quali il risparmio e l'esigenza di trasparenza dei mercati finanziari), con la conseguenza che la violazione di tale precetto comporta la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418, comma 1, cod. civ."; Trib. Vicenza, 29.01.2009, in *www.ilcaso.it*, per il quale "la violazione degli obblighi informativi in materia di intermediazione mobiliare non genera la radicale nullità del negozio stipulato, poiché tali informazioni costituiscono elementi estrinseci alla fattispecie negoziale, essendo utili solo per la valutazione della convenienza dell'operazione, che non può dirsi perciò mancante del consenso. Rimane l'obbligo risarcitorio fondato sulla responsabilità contrattuale di cui all'art. 1337 c.c., per la perdita subita in conseguenza delle operazioni bancarie compiute senza adeguata informazione e ragguagliato al minor vantaggio o maggior aggravio economico causato dal contegno sleale della parte"; Trib. Brindisi, 18.07.2007, in *www.ilcaso.it* per il quale "Gli obblighi informativi previsti dagli artt. 21 e ss. del TUF hanno natura più stringente di quelli, generici, di

correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.) gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale e ciò in considerazione della particolare natura dei contratti cui si rivolgono, che presentano un elevato grado di rischio ed espongono quindi il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale investito. L'aderente all'investimento, inoltre, è un soggetto privo delle cognizioni tecniche necessarie per operare in un settore altamente specializzato, quale quello dei mercati dei valori mobiliari. Ne deriva che deve considerarsi condicio sine qua non per la validità del contratto di investimento la circostanza che in sede di stipula il risparmiatore abbia ricevuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. Le norme regolanti i servizi di investimento in prodotti finanziari – in quanto volte alla tutela sia del singolo investitore, sia più ingenerale, dell'intero mercato dei valori mobiliari – hanno, quindi, natura e portata di norme imperative, il che implica la loro inderogabilità ad opera delle parti e la sanzione della nullità per la loro violazione; Trib. Trento, 01.02.2007, in www.ilcaso.it per il quale “non è condivisibile la tesi secondo la quale l'inosservanza degli obblighi imposti all'intermediario assume rilievo sotto il profilo della responsabilità precontrattuale e non può comportare la nullità del contratto. La condotta illegittima dell'intermediario ha infatti luogo nel momento stesso della stipula dell'atto negoziale che ha natura indiscutibilmente bilaterale, atteso che vede da un lato l'ordine di acquisto impartito dal cliente e dall'altro lato l'accettazione dell'intermediario di dare corso all'operazione, accettazione che si manifesta attraverso la diretta esecuzione dell'operazione medesima. L'inosservanza degli adempimenti imposti all'intermediario nella stipula del contratto non può che comportare l'invalidità dell'atto compiuto in violazione di norme imperative, quali sono quelle dettate dal T.U.F. e dal reg. Consob n. 11522/1998 a protezione dell'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al corretto funzionamento dei mercati finanziari” ; v. Trib. Salerno, 16.04.2007 in www.ilcaso.it; Trib. Teramo, 18.05.2006, in www.ilcaso.it, per il quale “i concetti di “correttezza”, “diligenza” e “trasparenza” di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione di legge in tal senso. Deve quindi ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità. (Nel caso di specie, il Tribunale ha dichiarato la nullità di un contratto 4you ove l'intermediario non aveva consegnato al risparmiatore i prospetti informativi relativi all'acquisto delle quote di un fondo di investimento, né dimostrato di aver assunto le necessarie informazioni per delineare il profilo di rischi”; Trib. Firenze, 21.06.2006, in www.ilcaso.it, per il quale “la violazione da parte dell'intermediario dei doveri di informazione e di trasparenza costituisce inadempimento al contratto quadro e comporta la nullità dei singoli contratti di negoziazione in relazione ai quali sono ravvisabili le suddette violazioni. (Nel caso di specie, il Tribunale ha dichiarato la nullità del contratto di sottoscrizione del piano finanziario 4you in quanto inadeguato al profilo di rischio dell'investitore non informato dei relativi rischi”); Trib. Firenze, 30.05.2004, in *Giur.it.*, 2005, 754, per il quale “ un contratto di investimento concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa vigente in materia di intermediazione finanziaria, deve essere dichiarato nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma c.c., perché contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico”; Trib. Venezia, 22.11.2004, in *Giur. it.*, 2005, 754, secondo cui “è nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma, c.c., il contratto di acquisto di strumenti finanziari concluso in violazione dei doveri informativi imposti dall'art. 21, lett.a) e b) T.U.F., nonché delle previsioni contenute nel relativo regolamento attuativo sub art. 27 e 28, norme queste la cui

Per quanto riguarda infine la regola sul conflitto d'interessi (vedi art. 21 1 co. lett c) TUF ed art. 27 reg. CONSOB/11522/98, riprodotta in quelli successivi reg. CONSOB 16190/2007) basta solo ricordare che all'intermediario e' imposto di strutturarsi al fine d'evitare, per quanto possibile, i conflitti d'interesse e d'informare prontamente il cliente della loro sopravvenienza nel corso del contratto, a meno che l'investitore non abbia previamente acconsentito, espressamente e per iscritto, alla esecuzione delle operazioni, una volta ricevuta l'informazione²⁴³.

natura è imperativa ai sensi dell'art. 1418 c.c., in ragione degli interessi generali tutelati"; Trib. Palermo, 17.01.2005, in Giur. it., 2005, 2096; Trib. Avezzano, 23.06.2005, in Foro it., 2005, I, 2538; Trib. Bari, 26.05.2005, in www.ilcaso.it che ha ritenuto ammissibile, in questi casi, anche l'attivazione del procedimento monitorio per la restituzione di somme investite.

²⁴³ Particolare interesse ha sollevato in dottrina ed in giurisprudenza la problematica del conflitto di interesse tra l'intermediario ed il cliente nella prestazione dei servizi di investimento. Infatti, tra gli obblighi imposti all'intermediario vi è quello di organizzarsi ed operare in maniera tale da ridurre al minimo i rischi di conflitto di interesse, e, in situazione di conflitto, di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (art.21, comma 1 lett.c) T.U.F). Le norme in ordine alla manifestazione di situazioni di conflitto hanno una funzione di trasparenza e di prevenzione di un danno alla clientela anche qualora le circostanze del conflitto abbiano un carattere solo potenziale e non attuale V. sull'argomento LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, op. cit., in Banca, borsa tit.cred., 2012,I, 369; INDOLFI, La tutela degli investitori rispetto ai conflitti d'interesse degli intermediari» quale bene primario nella fattispecie al vaglio della Cassazione, in Resp. civ. prev.2012, 3,193; CALLEGARO, Validità del contratto, conflitti di interesse e responsabilità nell'intermediazione finanziaria, in Contratti, 2010, 605 ss. Osserva BARCELLONA, in Mercato mobiliare e tutela del risparmio, Milano, 2009, 95, che la fattispecie del conflitto di interessi si è ormai rivelata «l'effettivo punto di crisi del mercato finanziario». Sul tema delle operazioni poste in essere dall'intermediario in conflitto di interessi, la letteratura è sconfinata: si v., fra gli altri, MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in Riv.dir.civ., 2007, 71 ss. ; LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in Riv. dir. civ., 2007, 739 ss. GRANELLI E STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007; ROPPO E AFFERNI, *Dai contratti finanziari ai contratti in genere, punti fermi della cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in Danno e responsabilità, 2006, 29; MIRIELLO, *La tutela dell'investitore far scandali finanziari e pretese di nullità virtuali*, in Mercato finanziario e tutela del risparmio, a cura di GALGANO E VISINTINI, in Tratt. Galgano, Padova, 2006, 149 e ss.; ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in Mercato finanziario e tutela del risparmio, a cura di GALGANO E VISINTINI, in Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia, Padova, 2006, 191 e ss.; COTTINO, *Una**

giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini, in *Giur.It.*, 2006, 537 e ss.; DELLA CASA, *Negoiazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato*, in *Nuova giur.comm.*, 2006, 599 e ss.; RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, 99 e ss. L'A. giudica positivamente la tendenza alla tipizzazione delle situazioni di conflitto, infatti, identificare come espresse ipotesi di conflitto di interessi fattispecie che sono venute o vengono ad emersione nelle principali vicende patologiche avvenute sui mercati finanziari permette anche di rendere noto alle imprese di investimento le situazioni che, specie nei casi limiti (il riferimento più eclatante è quello ormai noto, alla vendita alla clientela o all'investimento nella gestione collettiva di strumenti finanziari che abbiano come effetto di spostare sul mercato il rischio dell'insolvenza dell'emittente) rappresentano casi tipici di conflitto di interessi o di interesse dell'impresa nell'operazione. Tuttavia, la tipizzazione delle fattispecie del conflitto pur rappresentando un passaggio importante- osserva l'Autore- verso una disciplina più efficiente del problema deve essere accompagnato da norme relative alla prevenzione e alla disciplina del conflitto che, nel contempo, tutelino effettivamente il mercato dall'ingiusto sacrificio dell'interesse dei risparmiatori rispetto a quello dell'impresa di investimento. Sullo stesso argomento cfr. TROIANO, *La nuova disciplina dei conflitti di interesse*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. Capriglione, Padova, Cedam, 2006, p. 103. Secondo l'A. la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 costituisce l'approdo di un disegno di revisione normativa della disciplina di settore avviato all'inizio del 2004 sotto la spinta di note vicende di cronaca economica e che nel corso di un lungo iter parlamentare ha visto ripetutamente modificare, talvolta in modo consistente, le soluzioni normative sino a quel momento individuate. Il testo legislativo definitivamente approvato non presenta un quadro di sistemazione organica della legislazione finanziaria, andando piuttosto a regolare profili specifici di tale normativa, seguendo un'impostazione che, a livello di impianto, appare orientata ad accrescere gli strumenti di tutela degli investitori e dei clienti di servizi bancari e finanziaria. In questo contesto si collocano le previsioni del capo primo del titolo II della legge, recante disposizioni in materia di conflitti di interesse. L'esigenza di introdurre una disciplina più pregnante su tale particolare aspetto dell'attività degli intermediari creditizi e finanziari era stata avvertita tra quelle di maggiore urgenza. Le diverse vicende di <<risparmio tradito>> registratesi negli anni immediatamente precedenti all'avvio del percorso parlamentare del disegno di legge ora tradotto in legge avevano, infatti, messo in evidenza come lo svolgimento integrato a livelli di gruppo, o di conglomerato- secondo l'evoluzione fisiologica di una economia finanziariamente matura- dell'attività bancaria, finanziaria assicurativa dei servizi di investimento e di quelli di gestione, poteva indurre gli intermediari, in particolare i gestori, ad effettuare scelte di investimento non orientate alla esclusiva cura dell'interesse dei clienti e degli investitori. Altro tema di crescente rilievo pareva costituito dall'esigenza di salvaguardare la neutralità dell'agire delle banche e più in generale delle società facenti parte di gruppi bancari rispetto a forme più o meno incisive di influenza distorsiva esercitabile da soggetti qualificati da specifiche relazioni con tali enti....La novella del 2005 dà separata collocazione alla disciplina dei conflitti di interesse relativi alle altre attività bancarie, ora contenuta in un apposito comma 4 *quater* dell'art.8, apportando talune significative modifiche rispetto alla originaria disposizione. In primo luogo, la disciplina dei conflitti di interesse è ora rimessa alla competenza della Banca d'Italia, che opererà in conformità alle deliberazioni del CICR. L'innovazione di maggiore momento riguarda peraltro l'estensione dell'ambito applicativo della disposizione che non coglie più le sole relazioni tra la banca e gli azionisti rilevanti, ma risulta ora volta ad abbracciare le relazioni con tutti i soggetti identificati nel comma 4 (la lett. e) del nuovo comma 4 fa riferimento ad <<altri soggetti che sono comunque collegati alla banca, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia>>, e dei detentori di partecipazioni rilevanti nella banca anche in via indiretta. Affianco ai titolari di partecipazioni rilevanti sono ora indicati espressamente coloro i quali comunque detengono

il controllo della banca, o della società capogruppo...). MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, pg. 945/l ss.. Per l'A., il legislatore della legge n. 262 stabilendo maggiori vincoli e più stretti limiti all'attività degli intermediari, ha inteso rendere meno prossime le occasioni per causa delle quali l'attività bancaria può diventare apertamente conflittuale con il corretto e contestuale esercizio del credito e dell'intermediazione finanziaria. L'A. osserva che c'è però anche un'altra zona di criticità nell'attività bancaria-intermediaria ed è quella dei comportamenti e delle relazioni, tanto delle banche stesse quanto degli emittenti, che riguardano gli investitori non qualificati.il legislatore della legge n. 262 tenta di provvedervi con previsioni di varia intonazione. Nel loro insieme esse mirano a mettere ordine e chiarezza nel mercato dei prodotti e degli strumenti finanziari collocandovi alcuni argini e riferimenti obiettivi, anteriori alla informazione proveniente dall'intermediario e di per sé utili al risparmiatore nelle valutazioni di investimento. Si va così dall'impulso verso catalogazioni elementari dei prodotti finanziari alle misure di controllo sulla loro emissione e circolazione, alla promozione di regole per la trasparenza nell'attività degli emittenti quotati e "globalizzati" e finalmente l'aggiornamento delle regole sulla correttezza dei revisori. Lo scopo è di organizzare il mercato in maniera che i conflitti di interessi vi si possano meno facilmente dissimulare e sia in definitiva più conveniente ai portatori dei medesimi di non lasciarsene guidare piuttosto che di correre un rischio eccessivo nel perseguirli. Vedi infine ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 624 e ss. ; Id., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 896 e ss; BESSONE, *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, <<sana e prudente>> gestione di portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giur. merito* 2002, 6,1411. L'A. osserva come il conflitto di interesse sia frequente quanto più l'industria dei servizi finanziari diventa sistema di imprese appartenenti ad un gruppo di imprese che operano come operatori <<polifunzionali>>. E per fare soltanto un esempio ma davvero emblematico si pensi al rischio che l'appartenenza di gruppo e perciò l'interesse del gruppo societario di appartenenza suggeriscano all'intermediario di collocare nel portafoglio della clientela strumenti finanziari di una società del gruppo anche quando non fossero necessariamente quelli titoli preferibili. O ancora si pensi all'impresa di intermediazione polifunzionale che essendo parte di un consorzio di collocamento di valori mobiliari ma al tempo stesso <<gestore>> delle posizioni patrimoniali di una clientela di risparmiatori ha un interesse a collocare titoli talvolta in possibile conflitto con l'interesse della clientela a riceverne altri di diverso genere. Le situazioni di conflitto di interesse che sono assai varie (e molto numerose) costituiscono problema grave per ogni sistema di economia finanziaria, dovunque essenso perciò fortemente avvertita la stringente necessità di una normativa di protezione degli investitori; SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 208. Occorre fare riferimento alla giurisprudenza per una tipizzazione dei casi più frequenti di conflitto di interesse tra intermediario ed investitore. Dall'analisi delle più recenti decisioni, sono emersi, tuttavia, orientamenti nettamente contrastanti: Appello Milano 26.05.2011, in *www.ilcaso.it* per il quale "'informazione per cui l'operazione sarebbe stata eseguita "fuori dai mercati regolamentari" e che "l'operazione era in conflitto di interessi" è del tutto insufficiente ad integrare il disposto normativo di cui agli articoli 21 e 27 del TUF che, come è noto, impone all'intermediario l'obbligo di comunicare al cliente non soltanto la sussistenza del conflitto di interesse ma anche la sua natura ed estensione, non bastando, a tal fine, il riferimento a regole e principi generali o il ricorso a mere clausole di stile. Quanto alla inadeguatezza dell'operazione, l'intermediario ha l'obbligo di indicare sotto quale specifico aspetto l'operazione di investimento che si appresta a compiere è da considerarsi inadeguata, non essendo sufficiente la sottoscrizione da parte dell'investitore di un modulo non idoneo a renderlo con dovizia di particolari edotto dell'alta rischiosità dei titoli"; Trib. Milano, 19.04.2011, cit, in *www.ilcaso.it* "La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti uniformi, porta con sé un naturale stato di

conflittualità tra intermediario e cliente che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati over the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura"; Appello Torino, 4.11.2011, in www.ilcaso.it per il quale "La circostanza che, in virtù dei rapporti di controllo totalitario, la banca negoziatrice faccia parte dello stesso gruppo della banca collocatrice, integra appieno un interesse all'esecuzione dell'operazione di investimento che va al di là di quello che sarebbe altrimenti individuabile in qualsiasi altro intermediario autorizzato non vincolato a determinati rapporti infragruppo. Un siffatto interesse si pone sulla direttrice di conflitto con l'interesse del cliente sia perché derivante da rapporti di gruppo sia perché conseguente alla prestazione congiunta di più servizi all'interno del gruppo, quali il collocamento da un lato e la negoziazione retail dall'altro, sia, infine, perché connesso "a rapporti di affari propri o di società del gruppo"; Trib. Torino, 11.11.2010, in www.ilcaso.it, per il quale "Nel caso in cui l'acquisto dei titoli avvenga nella fase del grey market, a fronte della dimostrazione per tabulas da parte dell'investitore dell'appartenenza dell'intermediario ad un gruppo societario interessato al collocamento degli strumenti finanziari (nella specie, per il tramite di una società controllata partecipante al consorzio di collocamento degli stessi), sussiste conflitto di interessi ai sensi dell'art. 27 comma II Reg. Consob 11522/1998, il quale fa appunto riferimento a situazioni di conflitto sia dirette che indirette; ne consegue che, ove la Banca non soddisfi l'onere probatorio di cui all'art. 23 T.U.F. producendo in giudizio un documento recante l'informativa dell'esistenza del conflitto di interessi e l'autorizzazione scritta delle operazioni rilasciata dal cliente consapevole, sorge la responsabilità risarcitoria della medesima in favore dell'investitore per il danno patito da quest'ultimo, mentre la prova del nesso causale tra tale pregiudizio e condotta dell'intermediario, a fronte della violazione di un obbligo di astensione, sussiste in re ipsa (nella fattispecie, peraltro, l'inadempimento de quo è ritenuto inidoneo ex art. 1455 c.c. a fondare una pronuncia di risoluzione degli ordini di borsa e, ciò, non solo alla luce di un visus globale del rapporto contrattuale intercorso tra le parti, ma, prima ancora, in considerazione del fatto che detti ordini costituiscono atti privi di autonomia negoziale, causalmente giustificati dal contratto quadro di negoziazione, di cui rappresentano meri momenti attuativi e, come tali, potenziali fonti di responsabilità insuscettibili di essere oggetto di dichiarazioni di nullità, annullamento o risoluzione"; Trib. Cuneo, 23.07.2008, in www.ilcaso.it, per il quale "Dà luogo a responsabilità contrattuale l'omessa informazione in ordine al conflitto di interessi derivante dal fatto che l'intermediario ha partecipato al consorzio di collocamento delle obbligazioni oggetto di negoziazione nonché dal fatto che l'operazione è avvenuta in contropartita diretta ad un prezzo superiore a quelli di contrattazione. In tale ipotesi, all'investitore dovrà essere restituito l'importo investito oltre interessi legali"; Trib. Ferrara, 6.04.2005, in www.ilcaso.it, il quale ha ritenuto sussistente il conflitto di interessi in capo ad una banca, rilevando che nel caso esaminato non v'era alcuna evidenza del fatto che la stessa avesse correttamente acquisito il consenso del cliente all'esecuzione dell'operazione in conflitto"; Trib. Parma, 13.04.2005, in *Giur. it.*, 2005, 2096. In questa sentenza, i giudici hanno ritenuto che l'obbligo di informazione circa il conflitto di interesse non sia correttamente assolto, se l'intermediario non fornisce indicazioni circa la natura e la dimensione dello stesso, posto che, in questi casi il cliente non sarebbe messo in grado di valutare adeguatamente l'autorizzazione all'intermediario ad operare in deroga; Trib. Roma, 25.05.2005, in www.ilcaso.it, secondo il tribunale romano "il conflitto di interessi ricorre quando l'intermediario è portatore di un interesse incompatibile con quello dell'investitore, e ciò si verifica, soprattutto, quando l'intermediario tende a <<scaricare>> sull'investitore il rischio di investimenti effettuati in proprio. Perché si possa

4.-La violazione delle regole di condotta sul piano della validità dei contratti aventi ad oggetto gli strumenti derivati: i rimedi esperibili

Delineato il quadro normativo in cui si trova ad operare l'intermediario, ci si chiede se la disciplina in tema di intermediazione finanziaria, legislativa e regolamentare, sia posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzii in norme imperative. In secondo luogo, quali sarebbero le conseguenze della violazione di tale normativa e quale la tipologia dei rimedi offerti dal nostro ordinamento: la nullità del contratto, ai sensi dell'art. 1418, 1° comma, cod. civ., anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da

configurare un'ipotesi di conflitto di interessi, comunque, è necessario che l'intermediario persegua una finalità ulteriore e diversa da quella ordinariamente perseguita quando svolge una funzione di *dealer*, attività consentita e disciplinata. Emblematico è il caso in cui l'istituto non operi una semplice intermediazione, ma venda titoli presenti nel proprio portafoglio, dei quali voglia disfarsi quando comincia ad intravedere rischi di perdite. Nel caso di specie, il Tribunale di Roma ha ritenuto che lo *spread* percepito dall'operazione costituisca la remunerazione per il rischio assunto nel detenere il titolo in portafoglio sino alla vendita al cliente, e non integrasse, pertanto, un'ipotesi di conflitto di interessi. V. ancora Trib. Venezia, 29.09.2005, in *www.ilcaso.it*, per il quale “*ove la banca ceda all'investitore obbligazioni rientranti nel portafoglio titoli di un istituto facente parte del proprio gruppo, il cliente deve essere informato dell'esistenza del conflitto di interessi presente nell'operazione, conflitto che consiste nel fatto che la banca ha trasferito al cliente il rischio del mancato rimborso dei bond dal gruppo di cui fa parte. Qualora l'operazione di negoziazione di strumenti finanziari abbia luogo in conflitto di interessi tra intermediario e investitore, il primo ha l'obbligo di segnalare per iscritto il conflitto con dicitura adeguata ad informare il secondo della circostanza. L'inosservanza di tale requisito di forma (previsto dall'art. 27, 3° co. reg. Consob, che costituisce attuazione dell'art. 21 del T.U.F.) dà luogo ad una grave violazione degli obblighi di trasparenza e corretta informazione, violazione che comporta la nullità dell'ordine impartito*”; Trib. Mantova, 18.03.2004, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, 440. Per il quale “*il conflitto è sussistente anche quando i titoli, pur non presenti nel portafoglio dell'intermediario, siano stati acquistati da una società controllata o facente parte dello stesso gruppo, ovvero, in ogni caso, quando la banca acquisisca in proprio il rischio del collocamento, ad esempio assumendo l'incarico di gestire il collocamento contro una provvigione che comprende il servizio di distribuzione del prodotto e la garanzia d'acquisto in proprio in caso di mancato piazzamento dell'intera partita*) nel qual caso il conflitto si sostanzierà nell'interesse dell'intermediario a trasferire al cliente quell'elevatissimo rischio di risultato che altrimenti correrebbe in proprio”; Trib. Firenze, 30.05. 2004 in *www.ilcaso.it*, secondo cui “*qualora l'intermediario si trovi in una situazione di conflitto di interessi in ragione del proprio ruolo di collocatore del titolo acquistato dal cliente, l'art. del regolamento intermediari non può considerarsi rispettato in difetto di una puntuale e preventiva informativa circa l'esistenza, la natura e l'estensione dell'interesse dell'intermediario stesso nell'operazione de qua*”.

parte del legislatore, ovvero la semplice risoluzione del contratto, ex art. 1453 cod. civ. per inadempimento dell'intermediario?

L'opinione maggioritaria in dottrina è nel senso che le prescrizioni contenute negli artt. 21 T.U.F. e 26-29 del Regolamento n. 1619/2007, abbiano natura imperativa, in quanto poste a tutela di interessi generali quali la tutela del risparmio - valore costituzionalmente protetto *ex art. 47 Cost.* - nonché l'integrità ed il buon funzionamento dei mercati²⁴⁴.

²⁴⁴ Numerose sono le pronunce della giurisprudenza che hanno riconosciuto carattere imperativo alle prescrizioni contenute nell'art. 21, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.), tra le molte si segnalano: Trib. Firenze, 4.12.2006, in *www.ilcaso.it*, per il quale *"Laddove le norme siano attinenti alla struttura ed al contenuto del contratto di intermediazione finanziaria, la violazione di tali norme imperative, quali devono essere considerate quelle previste dal TUF e dal regolamento attuativo, determina la nullità del contratto stesso, senza che tale sanzione debba essere espressamente prevista, essendo sufficiente il richiamo ad esse da parte dell'art. 1418 1° comma cod. civ. Ne consegue che le disposizioni di cui all'art. 27 reg. Consob, che prescrive che la dichiarazione di consenso dell'investitore all'operazione in conflitto di interesse oltre che scritta sia graficamente evidenziata, all'art. 29, che prescrive che l'ordine di esecuzione di operazione inadeguata debba essere impartito per iscritto, all'art. 37, che prescrive di specificare che l'investitore può recedere in qualsiasi momento dal contratto ovvero disporre in tutto o in parte il trasferimento o il ritiro dei propri valori senza che ad esso sia addebitata alcuna penalità ed, infine, all'art. 47, che prevede che sia indicato il tasso di interesse e ogni altro prezzo o condizione praticati e che la possibilità di variazione in senso sfavorevole all'investitore del tasso o del prezzo o condizione debba essere specificatamente approvata dall'investitore, costituiscono tutte norme relative agli elementi costitutivi del contratto, alla forma e/o al contenuto e quindi costituiscono regole di validità dello stesso, la cui violazione ne può determinare la nullità"*; Trib. Teramo 18.05.2006 in *www.ilcaso.it*, secondo il quale *"i concetti di "correttezza", "diligenza" e "trasparenza" di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione di legge in tal senso. Deve quindi ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità. (Nel caso di specie, il Tribunale ha dichiarato la nullità di un contratto 4you ove l'intermediario non aveva consegnato al risparmiatore i prospetti informativi relativi all'acquisto delle quote di un fondo di investimento, né dimostrato di aver assunto le necessarie informazioni per delineare il profilo di rischio)"*; Trib. Trani, 31.01.2006, in

www.ilcaso.it “Le norme di cui agli artt. 28 e 29 Reg. Consob hanno contenuto precettivo ed imperativo in ragione degli interessi tutelati (integrità del mercato e tutela del risparmio). Gli ordini impartiti in violazione di tali disposizioni devono pertanto ritenersi nulli, con obbligo di retrocessione agli attori degli importi ricevuti dalla banca per l'operazione”; Trib. Parma, 16.6.2005, in *www.ilcaso.it*, per il quale “deve essere condivisa la soluzione delineata da parte della giurisprudenza di merito, secondo la quale le norme preposte al collocamento di strumenti finanziari contenute nel TUF e nei regolamenti attuativi non possano che definirsi di ordine pubblico in virtù della loro vocazione ad incidere in un settore caratterizzato da una elevata prevalenza dell'interesse pubblico e dalla natura, pubblica e generale, degli interessi garantiti dalle predette norme, che concernono la tutela dei risparmiatori “*uti singuli*” e quella del risparmio pubblico come elemento di valore della economia nazionale. L'insieme delle disposizioni che presiedono all'attività di intermediazione finanziaria, dunque, devono ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale (alla regolarità dei mercati ed alla stabilità del sistema finanziario), come, peraltro, ha ritenuto la giurisprudenza di legittimità nel caso di violazione delle norme relative al funzionamento delle Società d'intermediazione mobiliare. Nel novero delle norme imperative sopra delineato sono da ricomprendersi anche le norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti l'attuazione dei principi generali posti dal TUF, in quanto costituenti con questo un *corpus unicum*, da valutarsi unitariamente. E' quindi possibile affermare che i contratti conclusi in violazione del complesso di norme sopra richiamato siano suscettibili di declaratoria di nullità, ove non siano stati in concreto rispettati gli specifici obblighi imposti agli intermediari finanziari, ovvero ove questi ultimi non siano in grado di provare per iscritto di averli rispettati. Ciò a condizione che la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato, non potendosi, in mancanza di tali caratteri, pretendere di applicare una sanzione, seppure di natura civilistica, tanto grave quale la nullità del rapporto negoziale, se non a fronte di parametri di comportamento sufficientemente precisi e determinati. Si deve quindi ritenere che alla violazione di specifiche regole cui l'intermediario è tenuto può conseguire la nullità del contratto, mentre alla violazione di regole generali di prudenza e diligenza professionale, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa segue, in virtù dei principi generali d'inadempimento dell'obbligazione ed in forza dell'art. 23, co. VI° del TUF, l'azione per il risarcimento del danno”; Trib. Firenze, 19.04. 2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1271 ss.; Trib. Palermo, 17.01.2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Ferrara, 25.02.2005, in *Le Società*, 2006, 203; Trib. Mantova, 12.11.2004, in *I Contratti*, 2005, 585. Secondo quanto statuito in queste sentenze i concetti di “correttezza”, “diligenza” e “trasparenza” di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative; Trib. Brindisi, 21.07.2006, in *Danno e resp.*, 2007, pg. 565 ss, secondo il tribunale brindisino “la normativa dell'intermediazione finanziaria, essendo posta a tutela dell'ordine pubblico economico, consiste in norme imperative”. In dottrina cfr. v. GRECO, *Violazione di regole comportamentali tutela: il “subbuglio” giurisprudenziale*, op.cit., in *Danno e resp.*, 2007, 569 ss.; LENOCI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario e tutela del risparmiatore*, in *Giur. merito*, 2006, 2080 ss. Si è, poi, sostenuto che anche le fonti regolamentari provenienti dalla Consob debbano ritenersi munite di efficacia imperativa poiché “costituenti l'attuazione dei principi generali posti dal t.u.f., che formano con questo un *corpus unicum*, da valutarsi unitariamente, in questi termini si è espresso Trib. Parma, 16.06.2005, in *www.ilcaso.it*. per il quale “le disposizioni regolamentari (con riferimento allo specifico onere di informativa a carico dell'istituto di credito) sono norme sicuramente di carattere imperativo siccome incidenti in un settore contrassegnato da una elevata prevalenza dell'interesse pubblico e dalla natura pubblica e generale

Quanto alle conseguenze derivanti dalla violazione di tali norme imperative, le posizioni della giurisprudenza e della dottrina sono invece contrastanti. Un primo filone giurisprudenziale²⁴⁵ ha fatto ricorso

degli interessi dalle stesse garantiti che concernono la tutela dei risparmiatori e quella del risparmio pubblico considerato come elemento di valore della economia nazionale". In dottrina si segnala in termini riepilogativi, un recente articolo sull'argomento LENER- LUCANTONI, Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, op. cit., in Banca, borsa tit.cred., 2012,I, 369. Gli A. osservano come "il quadro delle tutele giudiziali predisposte dal diritto speciale, interno e comunitario, in punto di violazione delle regole di condotta è largamente incompleto. La giurisprudenza si è interrogata, con esiti contrastanti, sul tema delle conseguenze della violazione delle regole di condotta di cui all'art. 21 t.u.f e alle norme regolamentari. Ne è risultato un dibattito ricchissimo e estremamente vivace, in cui le soluzioni proposte possono essere sintetizzate in : (i) nullità virtuale, ex art. 1418, comma 1°, c.c. del contratto di acquisto de degli strumenti finanziari per violazione di norme imperative; (ii) annullabilità per vizi di volontà; (iii) risoluzione per inadempimento".

²⁴⁵ Tra le molte decisioni di merito che fanno derivare dalla violazione delle regole di condotta la nullità del contratto vanno segnalate: Trib. Ravenna, 12.10.2009, in *www.ilcaso.it*: "l'art. 29 del reg. Consob n. 11522/98, il quale pone a carico dell'intermediario l'onere di informare l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni che ne sconsigliano l'attuazione, ha introdotto una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto degli strumenti finanziari, un elemento costitutivo attinente alla struttura e al contenuto - che deve risultare da atto scritto o con forma equivalente - posto a tutela di interessi pubblicistici di rango costituzionale (quali il risparmio e l'esigenza di trasparenza dei mercati finanziari), con la conseguenza che la violazione di tale precetto comporta la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418, comma 1, cod. civ."; Trib. Modena, 10.01.2008, in *www.ilcaso.it*, per il quale " le norme del TUF e quelle del reg. Consob di attuazione, in quanto volte alla tutela del risparmio, bene costituzionalmente garantito dalla Costituzione, hanno natura imperativa ed è la nullità la sanzione da applicarsi ai contratti conclusi in violazione delle stesse"; Trib. Firenze, 18.01.2007, in *www.ilcaso.it*, per il quale " i principi di condotta imposti a carico degli intermediari finanziari dalla legge speciale, imprimono ai comportamenti dovuti una logica che non può essere letta riduttivamente, nel quadro della disciplina del mandato e, quindi, nell'ottica di un semplice inadempimento contrattuale. Infatti se a questa figura giuridica si può per taluni aspetti riferirsi, questo deve essere fatto tenendo presenti quei contenuti normativi che, connotandola attribuiscono alla fattispecie elementi differenziatori individuati nella complessità di obblighi posti a carico dell'intermediario. La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuova coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole. La protezione offerta agli investitori è considerata solo di riflesso. In conclusione l'obbligo di correttezza e quello di trasparenza non hanno solo una dimensione protettiva con specifico riferimento alla formazione della volontà e del convincimento, ma assurgono a un ruolo attivo di conformazione del rapporto, spostandosi così nella definizione di un modello ottimale ed efficiente di scambio del mercato. Ne consegue, pertanto, che il comportamento dell'istituto di credito non va valutato sotto il profilo personale del cliente ma in generale secondo un parametro di tutela garantito dal legislatore"; Trib. Salerno, 16.04.2007 in *www.ilcaso.it*; Trib. Palermo, 17.01. 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2096; Trib. Avezzano, 23.06.2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538; Trib. Bari, 26.05.2005, in *www.ilcaso.it* che ha ritenuto ammissibile, in questi casi, anche l'attivazione del procedimento monitorio per la restituzione di somme investite; Trib. Firenze, 30.05.2004, in *Giur.it.*, 2005, 754, per il quale " un contratto di investimento concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa vigente in

alla categoria della nullità virtuale, *ex art.* 1418, 1° comma cod. civ., rilevando la violazione di regole di comportamento (aventi natura informativa) imperative che esprimono principi di ordine pubblico, quali la protezione del risparmio e il buon funzionamento del mercato. Tale violazione imporrebbe, infatti, la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio più stringente della nullità del contratto, indipendentemente da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore ordinario.

La violazione degli obblighi di informazione inciderebbe sulla genesi del contratto minandone la validità. La mancanza di univoche indicazioni del legislatore e della Consob non impedirebbe, insomma, di desumere la natura imperativa in ragione degli interessi tutelati.

A tale orientamento se ne contrappone un altro secondo il quale la violazione di tali obblighi di legge e regolamentari determinerebbe un vero e proprio inadempimento contrattuale²⁴⁶ e, pertanto, in caso di sua

*materia di intermediazione finanziaria, deve essere dichiarato nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma c.c., perché contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico"; Trib. Venezia, 22.11.2004, in Giur. it., 2005, pg. 754, secondo cui "è nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma, c.c., il contratto di acquisto di strumenti finanziari concluso in violazione dei doveri informativi imposti dall'art. 21, lett.a) e b) T.U.F., nonché delle previsioni contenute nel relativo regolamento attuativo sub art. 27 e 28, norme queste la cui natura è imperativa ai sensi dell'art. 1418 c.c., in ragione degli interessi generali tutelati". Anche parte della dottrina propende per la nullità del contratto: MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, op. cit., in *I Contratti*, 2008, 408; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, op. cit., in *Giur. it.*, 2005, 768; MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I Contratti*, 2005, pg. 12 ss.; LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore*, in *Danno e resp.*, 2006, 191 ss.*

²⁴⁶ Tra le moltissime decisioni che ritengono che l'omessa informazione dia luogo a inadempimento, si segnalano: Trib. Vicenza, 29.01.2009, in *www.ilcaso.it*, per il quale "La violazione degli obblighi informativi in materia di intermediazione mobiliare non genera la radicale nullità del negozio stipulato, poiché tali informazioni costituiscono elementi estrinseci alla fattispecie

negoziale, essendo utili solo per la valutazione della convenienza dell'operazione, che non può dirsi perciò mancante del consenso. Rimane l'obbligo risarcitorio fondato sulla responsabilità contrattuale di cui all'art. 1337 c.c., per la perdita subita in conseguenza delle operazioni bancarie compiute senza adeguata informazione e ragguagliato al minor vantaggio o maggior aggravio economico causato dal contegno sleale della parte"; Trib. Palermo, 13.02.2008, in www.ilcaso.it, per il quale "comporta violazione dei doveri informativi dell'intermediario - e da quindi luogo a responsabilità contrattuale - l'omessa informazione sulla natura del titolo, sulla circostanza che la negoziazione sia stata posta in essere per un titolo "non quotato" e in assenza di rating, sull'adeguatezza della operazione in ragione delle caratteristiche degli investitori e sul rischio ad essa connesso. (Fattispecie relativa a obbligazioni Parmalat Finance Corporation)". In termini di responsabilità da contatto sociale desunto dalla responsabilità medica parla il Trib. Rimini, 21.07.2007, in www.ilcaso.it, per il quale "tra intermediario e cliente si instaura per "contatto sociale" un rapporto giuridico nell'ambito del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare: la fonte dell'obbligazione è quindi il rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è dettagliatamente tipizzato dal complesso delle norme a tutela degli investitori e dev'essere valutato ai sensi dell'art. 1176, II comma cod. civ. sulla base delle regole della specifica attività professionale. L'inosservanza di detta obbligazione costituisce pertanto inadempimento imputabile all'intermediario e dà luogo a responsabilità contrattuale"; Trib. Firenze, 6.07.2007, in www.ilcaso.it, secondo il quale "a fronte della violazione delle norme di condotta dell'intermediario, all'investitore spetta il rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento e/o del risarcimento del danno, con la precisazione che: i) oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il contratto base e non l'ordine di negoziazione che ne costituisce solo un momento esecutivo; ii) la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore; iii) vertendosi in ipotesi di contratto di durata, la risoluzione travolgerà il contratto limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta, senza che la risoluzione si estenda agli altri ordini e acquisti posti in essere in forza del contratto base"; Trib. Trani, 6.03.2007, in www.ilcaso.it per questo tribunale "la violazione dei doveri imposti all'intermediario in presenza di operazione inadeguata ai sensi dell'art. 29 reg. Consob n. 11522/1998 non incide sugli elementi essenziali dell'atto negoziale, con la conseguenza che detta violazione non comporta la nullità del negozio bensì un'ipotesi di responsabilità precontrattuale"; Trib. Vasto, 9.11.2006, in www.ilcaso.it, nella cui sentenza si legge "la contrarietà a norme imperative quale causa di nullità del contratto ex art. 1418 co. 1 c.c. attiene esclusivamente ad elementi intrinseci del contratto, al contenuto dell'atto ed al suo momento genetico, ovvero al momento di perfezionamento. Pertanto, la condotta posteriore alla stipulazione dell'accordo, per quanto contraria a norme imperative non può determinare la nullità del contratto. Diversamente opinando il giudizio di nullità del contratto verrebbe a configurarsi come un giudizio in punto di fatto, avente ad oggetto il comportamento dell'intermediario finanziario, laddove tale giudizio dovrebbe risolversi in un apprezzamento "statico", di mero diritto. In tema di violazione dei doveri informativi dell'intermediario finanziario appare pertanto più appropriato parlare di inadempimento e di responsabilità risarcitoria piuttosto che di nullità"; Trib. Roma, 25.05.2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1275; Trib. Alba, 4.07.2005, in www.ilcaso.it, secondo cui "la violazione dei doveri informativi di cui agli artt. 21 del TUF e 28 Reg. Consob n. 11522/98 non integrano profili di nullità del contratto, ma assumono rilievo in termini di inadempimento dell'intermediario per violazione di doveri specifici sullo stesso gravanti e comportano conseguentemente l'insorgere di un obbligo risarcitorio"; Trib. Roma, 25.07.2005 in www.ilcaso.it, per il quale "poiché il t.u.i.f. disciplina espressamente i casi di nullità relativa del contratto di intermediazione mobiliare, non è possibile ritenere che la violazione degli obblighi di informazione determini la nullità del contratto, poiché così facendo si introdurrebbero per via giudiziale nuove ipotesi di nullità non solo non previste dal legislatore, ma addirittura più gravi - trattandosi di nullità assolute - di quelle già previste dallo stesso T.u.i.f."; Trib. Milano, 25.07.2005, in *Giur. comm.*, 2006, 1104. Secondo il tribunale ambrosiano "non può essere condivisa l'estensione dell'area della nullità al di fuori delle ipotesi in cui tale sanzione è espressamente prevista dal

legislatore. Ne consegue che la voluta distinzione fra adempimenti prescritti a pena nullità ed altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario, impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e, ultimamente, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art. 1418 1° comma c.c. Appare pertanto più appropriato applicare alle fattispecie di violazione delle norme comportamentali dettate dal T.U.F., e per le quali non sia stata espressamente prevista dal legislatore la sanzione della nullità, i generali principi in tema di inadempimento"; Trib. Palermo, 25.11.2005 in www.altalex.com. Diversi autori si sono dichiarati favorevoli alla tesi dell'inadempimento, sia pure con alcuni distinguui: LUCANTONI, *L'inadempimento di "non scarsa importanza" nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, II, 783 ss.; SANGIOVANNI, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973 ss.; SANGIOVANNI, *Acquistodi obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *I Contratti*, 2008, 9; GLIATTA, *Risolubilità o nullità del contratto di investimento in strumenti finanziari*, in *Resp. civ.*, 2007, 356 ss.; GRECO, *Violazione di regole comportamentali tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale, op. cit.*, in *Danno e responsabilità*, 2007, pg. 574. Secondo questo A. tutta la legislazione più recente asseconda l'idea che l'informazione precontrattuale costituisca parte integrante dell'operazione economica, nel senso, che l'informazione deve permettere al contraente "debole" di avere in dotazione un bagaglio di notizie connotate dai caratteri della chiarezza e della esaustività... sicché appare assolutamente coerente il richiamo al dolo ed eventualmente all'errore; ben può ritenersi che la reticenza dell'intermediario in ordine alle informazioni che la legge gli impone di fornire possa condurre- ricorrendone i presupposti- all'annullamento del contratto. Il contegno reticente dell'intermediario in presenza di un'espressa previsione di legge che gli impone di comunicare una serie di informazioni- determinanti per l'adesione consapevole del consumatore- è idoneo ad integrare la fattispecie del dolo contrattuale; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond&tango bond)*, in *Danno e responsabilità*, 2005, pg. 604. Secondo questo A. - la cui autorevole posizione è rimasta piuttosto isolata- il comportamento dell'intermediario che non adempie ai propri obblighi nei confronti del cliente, trasgredirebbe all'obbligo generale di comportarsi, secondo buona fede durante le trattative e nella fase di formazione del contratto, per cui, l'intermediario potrà essere ritenuto responsabile, a titolo di responsabilità precontrattuale, del danno cagionato all'investitore; DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005, 1282. L'A. individua la soluzione al problema in esame nell'azione per responsabilità extra-contrattuale, dove il fatto illecito si identifica nella lesione alla trasparenza ed alla correttezza del mercato, bene che è giuridicamente rilevante e, pertanto, oggetto di tutela in base all'art. 2043 cod civ; NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, 480. Secondo quest'ultimo A. nel nostro sistema la nullità per contrarietà a norme imperative prevista dall'art. 1418 c.c. attiene al contenuto dell'atto ed al suo momento genetico, ovvero al momento del perfezionamento [...]Pertanto la condotta di una parte, successiva alla stipulazione dell'accordo, per quanto possa violare delle norme imperative non potrebbe determinare la nullità del contratto. Critici verso la tesi dell'inadempimento contrattuale e favorevoli alla tesi, certamente minoritaria, dell'annullabilità per vizio del consenso, si sono dichiarati: SCIMENI, *La prima sentenza italiana nella vendita dei tango bonds*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 690 ss. Per una ricostruzione della responsabilità dell'intermediario in termini di responsabilità precontrattuale ai sensi dell'art. 1337 c.c., in giurisprudenza cfr. Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, 1105, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*; in senso favorevole in dottrina, seppur con talune riserve, cfr. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contraendo e inadempimento contrattuale*, in questa *Rivista*, 2007, 632 ss.; POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, op.cit., in *Contr.*, 2006, 450 ss.; GENOVESI, *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2006,

gravità l'investitore danneggiato sarebbe legittimato a chiedere la risoluzione del contratto, oltre al risarcimento del danno, ai sensi dell'art. 1453, 1° comma, cod. civ.

La violazione del dovere di informazione previsto dal TUF, ovvero dal relativo Regolamento intermediari, integrerebbe la violazione di una normativa prescrittiva, di un obbligo di comportamento (ossia di un dovere di informazione attivo e passivo) cui l'intermediario è tenuto in forza di un vincolo negoziale già sorto. Pertanto, l'inadempimento di tale dovere si tradurrebbe non già nella nullità del contratto, bensì nella violazione del generale dovere di correttezza nell'esecuzione del contratto, la quale rileva, come è noto, come causa di inadempimento (riguardando il momento funzionale del rapporto) e non quale causa di invalidità (non attenendo al momento genetico)²⁴⁷.

672 ss.; ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, op.cit., in *Danno e resp.*, 2006, 29 ss.; COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, op.cit., in *Giur. it.*, 2006, 537 ss.; MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale tra regole di validità e regole di condotta*, in *Contr. e impr.*, 2006, 944 ss.

²⁴⁷ La violazione delle norme sulla intermediazione finanziaria non darebbe vita a nullità in quanto: «la contrarietà a norme imperative, considerata dall'art. 1418, primo comma, c.c., quale causa di nullità del contratto, postula, infatti, che essa attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, secondo comma, c.c.). I comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora, che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto (Cass., 9.01. 2004, n. 111; 25.09.2003, n. 14234); a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore (ad es., art. 1469 ter, quarto comma, c.c. in relazione all'art. 1469). Tra le moltissime decisioni che ritengono che l'omessa informazione dia luogo a inadempimento, si segnalano: la recente sentenza della Cass., 06.07.2012, n.11412, in *www.ilcaso.it* per la quale "In tema d'intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziari, può dar luogo a responsabilità contrattuale, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento e disinvestimento. Pertanto, è sufficiente che l'investitore allegghi da parte dell'intermediario l'inadempimento delle obbligazioni poste a suo carico dall'art. 21 d.lgs. n. 58 del 1998 (integrato dalla

normativa secondaria) e che provi che il pregiudizio lamentato consegua a siffatto inadempimento; l'intermediario ha invece l'onere di provare di aver rispettato i dettami di legge e di avere agito con la specifica diligenza richiesta"; Trib. Vicenza, 29.01.2009, in www.ilcaso.it per il quale " Il principio di correttezza e di buona fede nell'esecuzione del contratto, espressione del dovere di solidarietà fondato sull'art. 2 della costituzione, impone a ciascuna delle parti del rapporto obbligatorio di agire in modo tale da preservare gli interessi dell'altra e costituisce un dovere giuridico autonomo a carico delle parti contrattuali, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di quanto espressamente stabilito da norme di legge; ne consegue che la sua violazione costituisce di per sé inadempimento e può comportare l'obbligo di risarcire il danno che ne sia derivato"; Trib. Parma, 09.01.2008, in www.ilcaso.it, secondo cui "Una volta sottoscritto il contratto quadro di negoziazione, sottoscrizione, collocamento, raccolta titoli, nasce un rapporto negoziale a definire il contenuto del quale concorrono anche gli obblighi di informazione previsti dalla legge in occasione dei singoli ordini di negoziazione, la cui violazione determina in capo all'intermediario una responsabilità di tipo contrattuale in senso proprio"; Trib. Palermo, 13.02.2008, in www.ilcaso.it, per il quale "comporta violazione dei doveri informativi dell'intermediario - e da quindi luogo a responsabilità contrattuale - l'omessa informazione sulla natura del titolo, sulla circostanza che la negoziazione sia stata posta in essere per un titolo "non quotato" e in assenza di rating, sull'adeguatezza della operazione in ragione delle caratteristiche degli investitori e sul rischio ad essa connesso. (Fattispecie relativa a obbligazioni Parmalat Finance Corporation"; Appello Torino, 19.02.2008, in *Le Società*, 2009, 55, per la quale "La violazione dei doveri di informazione del cliente e del divieto di effettuare operazioni inadeguate al suo profilo patrimoniale, posti dalla legge a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, non dà luogo ad una nullità del contratto di intermediazione finanziaria per violazione di norme imperative, ma qualora riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto, dà luogo a responsabilità contrattuale per inadempimento (o inesatto adempimento), con la conseguente possibilità di risoluzione del contratto stesso, oltre agli obblighi risarcitori, secondo i principi generali in materia"; Trib. Rimini, 21.07.2007, in www.ilcaso.it, per il quale "tra intermediario e cliente si instaura per "contatto sociale" un rapporto giuridico nell'ambito del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare: la fonte dell'obbligazione è quindi il rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è dettagliatamente tipizzato dal complesso delle norme a tutela degli investitori e dev'essere valutato ai sensi dell'art. 1176, Il comma cod. civ. sulla base delle regole della specifica attività professionale. L'inosservanza di detta obbligazione costituisce pertanto inadempimento imputabile all'intermediario e dà luogo a responsabilità contrattuale" ; Trib. Oristano, 12.06.2007, in www.ilcaso.it, per il quale "La violazione dei doveri informativi degli intermediari dà luogo ad inadempimento e non a nullità, in quanto la violazione di tali regole non riguarda la fase genetica di formazione del contratto ma quella successiva di esecuzione"; Trib. Catania 23.01.2007, in www.ilcaso.it secondo cui "L'inadempimento dell'intermediario agli obblighi informativi previsti dalla legge e dal contratto quadro non è fonte di responsabilità precontrattuale ma motivo di inadempimento del contratto. In tale fattispecie, infatti, l'oggetto della violazione è il contratto quadro e non il singolo ordine che costituisce solo un momento esecutivo dell'accordo. Nel valutare la gravità dell'inadempimento si dovrà tenere presente la natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore. Inoltre, vertendosi in ipotesi di contratto di durata, la risoluzione travolgerà il contratto quadro limitatamente all'ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta"; Trib. Firenze, 29.05.2006, in www.ilcaso.it, secondo cui "la violazione di obblighi comportamentali specifici di diligenza è inquadrabile nell'ambito della responsabilità per inadempimento, concernendo la fase la fase successiva alla stipulazione del contratto quadro, che può essere qualificato come contratto di mandato per la negoziazione di strumenti finanziari, laddove i singoli ordini di acquisto possono essere qualificati come negozi di attuazione del rapporto di mandato, non potendosi fondatamente ritenere che le violazioni delle regole comportamentali dell'operatore finanziario vadano ad incidere sul momento genetico del contratto di investimento, minandone sin dall'inizio la sua legittimità. I doveri informativi

dell'intermediario costituiscono obblighi di diligenza gravanti sul mandatario adattati dal legislatore alle specificità dell'incarico in ragione degli interessi pubblici (tutela del risparmio) e privati sottesi al rapporto. In tale ricostruzione, l'ordine di acquisto dei singoli titoli da parte del cliente non è una proposta di mandato, ma un'istruzione del mandante al mandatario per l'esecuzione del mandato, annoverabile nella categoria dei cd. negozi d'attuazione. Non appare quindi nemmeno astrattamente configurabile una nullità del singolo ordine di acquisto poiché la singola negoziazione non è un atto di autonomia dotato di una propria causa, ma un negozio di attuazione del mandato"; Trib. Cosenza, 01.03.2006, in www.ilcaso.it, per il quale "La violazione da parte dell'intermediario dei doveri informativi rileva sul piano dell'inadempimento contrattuale, la cui rilevanza causale nella produzione del danno consegue alla illegittima compressione della libertà di autodeterminazione negoziale subita dai clienti nella scelta dell'investimento adeguato nonché alla lesione del loro interesse alla integrità patrimoniale"; Trib. Firenze, 18.10.2005, in www.ilcaso.it, per il quale "Gli obblighi di informazione dell'intermediario hanno natura contrattuale e, pur essendo, da un punto di vista funzionale, indirizzati alla conclusione dei singoli contratti relativi alle operazioni di investimento, da un punto di vista genetico, nascono dal contratto-quadro, che tali singoli contratti deve necessariamente precedere. I doveri relativi ai flussi informativi devono quindi ritenersi ricollegati al contratto-quadro, per cui, una volta ricondotta la violazione delle regole di condotta dell'intermediario sul piano della responsabilità per inadempimento, deve ammettersi, ove l'inadempimento sia di non scarsa importanza, la risolubilità del contratto-quadro"; Trib. Milano, 25.07.2005, in www.ilcaso.it, per il quale "Non può essere condivisa l'estensione dell'area della nullità al di fuori delle ipotesi in cui tale sanzione è espressamente prevista dal legislatore. Ne consegue che "la voluta distinzione fra adempimenti prescritti a pena nullità ed altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario, impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e, ultimamente, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art. 1418 1° comma c.c." Appare pertanto più appropriato applicare alle fattispecie di violazione delle norme comportamentali dettate dal T.U.F., e per le quali non sia stata espressamente prevista dal legislatore la sanzione della nullità, i generali principi in tema di inadempimento. Il Giudice, nell'esaminare i comportamenti tenuti dagli intermediari nelle singole fattispecie, potrà e dovrà dunque valutare l'importanza dell'inadempimento dedotto dall'investitore, sia ai fini della condanna al risarcimento dei danni, sia ai fini della eventuale risoluzione del contratto. Il Giudice, inoltre, non potrà prescindere dall'esame dell'entità del pregiudizio sofferto, dall'eventuale concorso di colpa del creditore (art. 1227 c.c.) e, soprattutto, dalla verifica del nesso eziologico fra inadempimento e danno in ordine al quale non può dirsi invertito l'onere della prova ai sensi dell'art. 23 comma 6. T.U.F. L'investitore dovrà quindi provare che il danno patito è conseguenza immediata e diretta della condotta colposa dell'intermediario e non, semplicemente, dell'andamento sfavorevole del mercato"; Trib. Roma, 25.05. 2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1275, secondo cui "Qualora l'intermediario non ottemperi all'obbligo di informare il cliente delle caratteristiche specifiche dell'operazione e della eventuale non adeguatezza dell'investimento (nella specie obbligazioni argentine), si versa in ipotesi di inadempimento contrattuale idoneo, di per sé, a concorrere in modo determinante alla perdita del capitale investito"; Trib. Roma, 11.3.2005, in www.ilcaso.it, secondo cui "In assenza di parametri di valutazione del comportamento dell'intermediario sufficientemente precisi e codificati ma necessariamente di contenuto variabile e tali da integrare, caso per caso, alla luce dei principi di trasparenza e buona fede, l'applicazione della sanzione della nullità, avuto riguardo al più generale principio di legalità, condurrebbe inevitabilmente a risultati alquanto incerti. Pertanto, la violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi comportamentali imposti da norme sicuramente volte alla tutela anche di interessi di carattere generale non può, sempre ed in ogni caso, condurre all'applicazione di una sanzione così grave com'è quella dell'invalidità del contratto che, viceversa, lo stesso art. 23 commi 1, 2 e 3 T.U.F. riserva alla mancanza di forma scritta ed al concreto interesse del cliente a farla valere (c.d. nullità relativa). Appare quindi giuridicamente più corretta una diversa opzione e cioè quella di ritenere sussistente una responsabilità dell'intermediario sicuramente di natura contrattuale, rientrando i doveri comportamentali di quest'ultimo nella prestazione, strutturalmente complessa, alla quale si è obbligato nei confronti del cliente, nelle norme generali in tema di inadempimento o inesatto adempimento, con conseguente diritto dell'investitore a

Si tratterebbe di violazioni legate a norme di condotta destinate a provocare vizi non genetici - incidenti cioè sulla conclusione del contratto - bensì funzionali, inerenti quindi ad un contratto già perfezionato, e strumentali a rimedi diversi dalla nullità, quale la risoluzione del contratto e/o il risarcimento da inadempimento. Stando dunque a quest'ultimo orientamento, la sanzione della nullità

ricevere il ristoro del pregiudizio patrimoniale subito in dipendenza dell'acquisto dei valori mobiliari, rimanendo a carico dell'intermediario inadempiente il rischio dell'esito negativo dell'investimento (cfr. artt. 1453 ss. gg. c.c.)". Diversi autori si sono dichiarati favorevoli alla tesi dell'inadempimento, sia pure con alcuni distinguì cfr. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 43 ss.; LAMORGESE, *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giust. civ.*, 2009, 17 ss.; SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 1, 55; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19.12.2007, n. 26725*, in *Dir. Fall.*, 2008, II, 1; BRUNO, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; BULFARO, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; CAGGIANO, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazione e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363 ss.; BUTTURINI, *Violazione delle business rules da parte degli intermediari finanziari: la tutela dell'investitore fra nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, in *Banca borsa e tit cred.*, 2007, 526; ABBATE, *Gli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2006, n. 3, 1-488; BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contatti.*, 2006, n. 5, 460; ROPPO, *"La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond&tango bond)"*, *op.cit.*, in *Danno e responsabilità*, 2005, 604 e *Contr. impr.*, 2005, 3, 604; PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Le Società*, 2005, n. 4, 513. Critici verso la tesi dell'inadempimento contrattuale e favorevoli alla tesi, certamente minoritaria, dell'annullabilità per vizio del consenso, si sono dichiarati: ROSSETTI, *Rassegna di merito*, in *I contratti*, 2004, pg. 717, per il quale la violazione degli obblighi informativi deve inquadrarsi in un vizio del consenso, che potrà rivestire la forma dell'errore oppure del dolo, nel caso in cui il comportamento omissivo tenuto dall'intermediario sia stato preordinatamente teso ad indurre in errore; GRECO, *Violazione di regole comportamentali tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale*, *op. cit.*, in *Danno e responsabilità*, 2007, p. 574. Secondo questo A. tutta la legislazione più recente asseconda l'idea che l'informazione precontrattuale costituisca parte integrante dell'operazione economica, nel senso, che l'informazione deve permettere al contraente "debole" di avere in dotazione un bagaglio di notizie connotate dai caratteri della chiarezza e della esaustività... sicché appare assolutamente coerente il richiamo al dolo ed eventualmente all'errore; ben può ritenersi che la reticenza dell'intermediario in ordine alle informazioni che la legge gli impone di fornire possa condurre- ricorrendone i presupposti- all'annullamento del contratto. Il contegno reticente dell'intermediario in presenza di un'espressa previsione di legge che gli impone di comunicare una serie di informazioni- determinanti per l'adesione consapevole del consumatore- è idoneo ad integrare la fattispecie del dolo contrattuale.

potrebbe trovare ingresso solo qualora sia stata la conclusione stessa del contratto a porsi in contrasto con la legge e non quando il “vizio” attenga all’adempimento delle obbligazioni – siano esse di fonte legale o negoziale - da quel rapporto scaturite²⁴⁸.

Occorre, poi, considerare che il T.U.F. prevede le ipotesi di nullità dei contratti aventi ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento, fattispecie tutte caratterizzate dal loro carattere “relativo”, potendo essere eccepite solo dal “contraente debole” (cfr. art 23). Ne consegue che il riconoscimento di una diversa ipotesi di nullità comporterebbe l’introduzione di una causa ulteriore soggetta all’ordinario regime di

²⁴⁸ A un’attenta lettura risulta che, con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007, la Corte di cassazione non ha affermato in maniera categorico che l’inosservanza di qualsiasi norma di comportamento degli intermediari finanziari determini sempre l’obbligo di risarcire il danno e che la possibilità di chiedere la nullità del contratto sia esclusa in modo assoluto. Al contrario: le Sezioni Unite distinguono. La Corte di cassazione dice espressamente che l’area delle norme inderogabili, la cui violazione può determinare la nullità del contratto in conformità al disposto dell’art. 1418 comma 1 c.c., è più ampia di quanto parrebbe a prima vista suggerire il riferimento al solo contenuto del contratto medesimo. Vi sono ricomprese anche le norme che vietano la stipulazione stessa del contratto. Se il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio – continuano le Sezioni Unite - che ne discenda la nullità dell’atto per ragioni ancora più radicali di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma imperativa del contenuto dell’atto medesimo. Questo passaggio delle sentenze della Corte di cassazione indica che, quando la c.d. “norma di comportamento” si sostanzia in un divieto di contrarre, e – ciò nonostante – l’intermediario finanziario contrae, il contratto può essere ritenuto nullo. Sull’argomento cfr. LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012, I, 388; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 48 s.; NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, 480. Secondo l’A. nel nostro sistema la nullità per contrarietà a norme imperative prevista dall’art. 1418 c.c. attiene al contenuto dell’atto ed al suo momento genetico, ovvero al momento del perfezionamento [...]Pertanto la condotta di una parte, successiva alla stipulazione dell’accordo, per quanto possa violare delle norme imperative non potrebbe determinare la nullità del contratto.

rilevabilità anche da parte del “contraente forte” e del giudicante, in contrasto con il principio cui si ispira il T.U.F²⁴⁹.

Non é mancata qualche opinione, sia pure isolata, che ha ipotizzato una “responsabilità precontrattuale”²⁵⁰.

²⁴⁹ Qualche tribunale ha parlato, a proposito del ricorso indiscriminato alla nullità “virtuale” in questo settore, di possibile lesione alla certezza del diritto. In tal senso v. Trib. Novara, 10.01.2006, in *www.ilcaso.it*, per il quale “in ossequio all'indefettibile principio di legalità (e, non di meno, di certezza del diritto) non appare lecito il ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità - che costituisce, invero, il più severo rimedio civilistico - nei casi di violazione delle norme comportamentali generali, che, in quanto prive di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente. (...) Con la conseguenza che non può “fulminarsi” di nullità il consenso prestato al singolo investimento ove risulti inosservato l'obbligo informativo perché l'informazione non assurge (o almeno così non sembra desumibile dall'impianto della normativa speciale) a requisito dell'atto a pena di nullità”. In dottrina V. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, 299 e ss. L'A. osserva come “l'art 23 T.U.F stabilisce tassativamente i casi di nullità del contratto di intermediazione finanziaria, cosicché all'interprete non sarebbe consentito di individuarne di ulteriori....nè il legislatore negli anni ha modificato tale disciplina, nonostante gli ipertrofici suoi interventi in materia di prestazione dei servizi di investimento: anzi, in sede di approvazione della 28 dicembre 2005, n.262, il legislatore ha deliberatamente <<scartato>> la proposta presente nel d.d.l del Senato n.3328, nella versione licenziata dalle Commissioni VI e X, porprotsa che estendeva il rimedio della nullità anche al caso di mancato rispetto delle norme di cui agli artt. 21 e ss T.U.F e del regolamento Consob 11522/98”. Cfr. sull'argomento ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio Bond & tango Bond)*, op. cit., in *Danno Resp.*, 6, 2005, 626. L'A. afferma che – a proposito della nullità virtuale – la distinzione non è mai stata assolutamente netta e millimetricamente rigorosa, bensì ha sempre conosciuto parziali interferenze e commistioni tra i due campi di regole, anche se per lungo tempo la distinzione è stata netta e rigorosa. Del resto è lo stesso A. ad affermare di aver ritenuto applicabile il rimedio della nullità virtuale in situazioni non dissimili da quelle considerate dalla recente giurisprudenza. Da qui la necessità di aprire una discussione.

²⁵⁰ In giurisprudenza vedasi Trib. Udine, 5.3.2012, in *www.ilcaso.it*, per il quale “la violazione dei doveri informativi relativi alle specifiche caratteristiche del titolo negoziato ed all'inadeguatezza dell'operazione non può condurre alla risoluzione della singola operazione, pur avendo essa natura negoziale, in quanto dette violazioni possono incidere solo sulla fase precedente la trattativa ed essere quindi fonte di responsabilità precontrattuale”; Trib. Roma, 20.3.2008, in *www.ilcaso.it*, secondo cui “La mancata assunzione delle informazioni in ordine all'esperienza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio dell'investitore, la violazione dell'obbligo di rendere quest'ultimo edotto della tipologia e della affidabilità dei titoli negoziati nonché di valutare l'adeguatezza delle operazioni disposte dal cliente genera una responsabilità risarcitoria di natura precontrattuale”; Trib. Trani, 6.6.2007, in *www.ilcaso.it*, per il quale “la violazione dei doveri imposti all'intermediario in presenza di operazione inadeguata ai sensi dell'art. 29 reg. Consob n. 11522/1998 non incide sugli elementi essenziali dell'atto negoziale, con la conseguenza che detta violazione non comporta la nullità del negozio bensì un'ipotesi di responsabilità precontrattuale”. In dottrina v. SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi*, in *I contratti*, 2007, p 429. Secondo l'A. “le regole di condotta non operano quindi solo una volta che è stato formalmente sottoscritto un contratto fra intermediario e investitore. La prestazione dei servizi d'investimento è un'attività complessa. Parte di essa si esplica prima della

stipulazione del contratto. A questa conclusione conducono, innanzitutto l'art. 21, comma 1, T.U.F. il quale si esprime nel senso che le regole di condotta operano nella «prestazione dei servizi» d'investimento. La scelta di questa terminologia sembra indicare che non vi deve essere un legame diretto con la conclusione di un contratto. Il legislatore avrebbe potuto esprimersi diversamente e scrivere «nella esecuzione dei contratti d'investimento, i soggetti abilitati devono...». In secondo luogo la legge prevede la possibilità che i danni vengano cagionati al cliente nello «svolgimento dei servizi». Anche qui si fa riferimento allo svolgimento di un servizio piuttosto che alla esecuzione di un contratto. In terzo luogo lo stesso capo II dove sono contenute le disposizioni che qui interessano, è rubricato «svolgimento dei servizi» e non «contratti con gli investitori». Ai contratti con i risparmiatori è dedicata una sola norma particolare: l'art. 23 del T.U.F. La distribuzione delle regole di condotta sia nella fase che precede la conclusione del contratto sia nella fase di esecuzione dello stesso può essere illustrata bene esaminando l'obbligo di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati». Questo doppio dovere dell'intermediario finanziario - di acquisizione di informazioni e di dazione d'informazioni - sorge, in forza di legge, ancora prima che il contratto d'investimento sia concluso. L'acquisizione d'informazioni è finalizzata alla conclusione del contratto, è strumentale allo stesso, è effettuata in vista dello stesso. Se la Banca non rispetta queste disposizioni, ecco allora che si determina una responsabilità precontrattuale. Una inosservanza del canone di buona fede nella fase che precede la conclusione del contratto configura violazione dell'art. 1337 Codice civile. Cio' può avvenire quando non si fornisce alcuna informazione all'investitore oppure quando si danno informazioni insufficienti»; SANGIOVANNI, La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale, in *I Contratti*, 2006, 1133; POLIANI, La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione, op. cit., in *I Contratti*, 2006, 446 ss. Secondo l'A. «il dovere di informare altro non è che una prestazione dedotta da un contratto strutturato seguendo i dettami del T.U.F. e del reg. n.11522 in ossequio al canone dell'art. 1337 Codice Civile, la parte può comportarsi in maniera conforme o meno, adempiere o meno alle obbligazioni ivi necessariamente contenute. In presenza di simili premesse si perviene alla naturale conclusione che l'inadempimento del dovere di informazione implica che il contratto di negoziazione sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto. La tutela dell'investitore si sposta dal piano dell'invalidità del contratto a quello della responsabilità precontrattuale dell'intermediario»; ROPPO, La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond), op.cit., in *Danno e responsabilità*, 2005, pg. 604. Secondo questo A. - la cui autorevole posizione è rimasta piuttosto isolata - il comportamento dell'intermediario che non adempie ai propri obblighi nei confronti del cliente, trasgredirebbe all'obbligo generale di comportarsi, secondo buona fede durante le trattative e nella fase di formazione del contratto, per cui, l'intermediario potrà essere ritenuto responsabile, a titolo di responsabilità precontrattuale, del danno cagionato all'investitore; DI MAJO, Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore, in *Corriere giur.*, 2005, 1282. L'A. individua la soluzione al problema in esame nell'azione per responsabilità extra-contrattuale, dove il fatto illecito si identifica nella lesione alla trasparenza ed alla correttezza del mercato, bene che è giuridicamente rilevante e, pertanto, oggetto di tutela in base all'art. 2043 cod. civ. Più recentemente sull'argomento in termini riepilogativi sulle varie posizioni formatesi in dottrina cfr. HOUBEN, Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio, in *Banca, borsa tit. cred.* 2010, 2, 165; GOBBO, La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità precontrattuale e vizi del consenso, in *Giur. comm.*, 2007, p.102 ss; GRECO, Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; SCHIAVONE, la violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>>, in *Obbl. e contr.*, 2007, 918. Quanto alla natura della responsabilità sussistono dubbi in dottrina se, e in che misura, la responsabilità precontrattuale sia un genere di responsabilità a se stante (appunto precontrattuale) oppure sia, almeno in parte, da ricondursi a una forma di responsabilità «contrattuale» o «extracontrattuale». Sulla natura della responsabilità precontrattuale cfr. *amplius* BIANCA, *Il contratto, Diritto Civile*, Milano, 2000, III, 161 ss. Secondo l'A. la responsabilità precontrattuale rientra nella generale

Ci pare che la tesi della nullità del contratto, nell'ipotesi di strumenti derivati come in altri casi, non sia percorribile: vi osta un argomento letterale (art. 23 TUF, che riserva la sanzione di nullità, peraltro relativa, alla sola mancanza di forma scritta ed al concreto interesse per il cliente di farla valere), nonché argomenti sistematici che portano a ritenere più adeguata la sanzione della risoluzione per inadempimento ed il conseguente risarcimento del danno in quanto le violazioni attengono più che alla natura delle norme, ai doveri di diligenza dell'intermediario²⁵¹.

responsabilità extracontrattuale; PATTI, *Responsabilità precontrattuale (voce)*, *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, Milano, 2008) XIII, 413 ss. L'A., pur dando atto dei numerosi dubbi in dottrina ritiene che la responsabilità precontrattuale rientri nell'ambito della responsabilità di tipo aquiliano. Altra parte della dottrina propende per la natura autonoma in particolare cfr. GIANNINI, *La responsabilità precontrattuale della amministrazione pubblica*, in *Raccolta discripti in onore di A.C. Jemolo* (Milano, 1963), III, 264; VISINTINI, *Inadempimento e mora del debitore*, in SCHESINGLER (diretto da), *Il Codice Civile Commentario* (Milano, 1987), 62 ss. Certamente non è questa la sede per occuparsi approfonditamente della natura della responsabilità precontrattuale, valga solo ricordare che la prevalente giurisprudenza è nel senso di riportare la responsabilità precontrattuale a una forma di responsabilità extracontrattuale. In tal senso si veda Cass., 5 agosto 2004, n. 15040, che ha deciso che la responsabilità precontrattuale derivante dalla violazione della regola di condotta posta dall'art. 1337 c.c. a tutela del corretto dipanarsi dell'iter formativo del negozio costituisce una forma di responsabilità extracontrattuale, cui vanno applicate le relative regole in tema di distribuzione dell'onere della prova; Cass., 16.07.2001, n. 9645, in *www.ilcaso.it* che ha stabilito che la responsabilità precontrattuale, configurabile per violazione del precetto posto dall'art. 1337 c.c., costituisce una forma di responsabilità extracontrattuale, che si collega alla violazione della regola di condotta stabilita a tutela del corretto svolgimento dell'iter di formazione del contratto, sicché la sua sussistenza, la risarcibilità del danno e la valutazione di questo ultimo debbono essere vagliati alla stregua degli artt. 2043 e 2056 c.c., tenendo peraltro conto delle caratteristiche tipiche dell'illecito in questione.

²⁵¹ Si osserva che non sono mancate alcune le decisioni di merito che hanno fatto derivare dalla violazione delle regole di condotta la nullità del contratto: Trib. Palermo, 17.01.2005, in *Giur. it.*, 2005, 2096; Trib. Avezzano, 23.06.2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538; Trib. Bari, 26.05.2005, in *www.ilcaso.it* che ha ritenuto ammissibile, in questi casi, anche l'attivazione del procedimento monitorio per la restituzione di somme investite. Più recentemente v. Trib. Salerno, 16.04.2007 in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 18.01.2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 30.05. 2004, in *Giur.it.*, 2005, 754, per il quale " un contratto di investimento concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa vigente in materia di intermediazione finanziaria, deve essere dichiarato nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma c.c., perché contrario

E' stato osservato che pur riconosciuta la particolare figura delle nullità di protezione all'interno del problema dell'asimmetria contrattuale, non si può aprioristicamente ricondurre la categoria dei contratti sui derivati a tutela delle norme di ordine pubblico economico, in quanto questo significherebbe che tali contratti rientrano comunque in un area di economia quasi "bellica", il che - a prescindere da altre considerazioni - appare del tutto irrealistico. Si tratta di contratti atipici, con una causa del tutto lecita, in quanto mirante alla composizione d'interessi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico²⁵².

Questa tesi è, del resto, quella accolta dalla giurisprudenza prevalente. Le Sezioni Unite²⁵³, nel riaffermare il carattere imperativo

all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico"; Trib. Venezia, 22.11.2004, in *Giur. it.*, 2005, pg. 754, secondo cui "è nullo ai sensi dell'art. 1418, 1° comma, c.c., il contratto di acquisto di strumenti finanziari concluso in violazione dei doveri informativi imposti dall'art. 21, lett.a) e b) T.U.F., nonché delle previsioni contenute nel relativo regolamento attuativo sub art. 27 e 28, norme queste la cui natura è imperativa ai sensi dell'art. 1418 c.c., in ragione degli interessi generali tutelati". Anche parte della dottrina si è espressa in senso favorevole alla nullità del contratto: LIACE, *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore*, in *Danno e resp.*, 2006, pg. 191 ss.; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, p. 768; MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I Contratti*, 2005, 12 e ss.

²⁵² Così MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova Giuridica, Matelica, 2011, p.282 ss. V. anche PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., 2010, 510 ss; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 57 ss.

²⁵³ Cass. 19.12.2007, nn. 26724 e 26725, in *Danno e resp.* 2008, 525 ss., con note di ROPPO e di Bonaccorsi; in *I Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di SANGIOVANNI; cfr. anche LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012,I, 387; CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 717 ss.; COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. it.*, 2010, 607 ss.; LUISE, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, in *Obbl. contr.*, 2010, 696 ss.; NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *I Contratti*, 2010, 67

delle regole di comportamento in materia di servizi di investimento - nel senso che esse sono dettate non solo nell'interesse del singolo contraente di volta in volta implicato ma anche nell'interesse generale all'integrità dei mercati finanziari - hanno osservato che tale rilievo, tuttavia, non è da solo sufficiente a dimostrare che la loro violazione comporti la nullità dei contratti stipulati dall'intermediario col cliente. È ovvio che la loro violazione non può essere, sul piano giuridico, priva di conseguenze ma non è detto che la conseguenza sia necessariamente la nullità del contratto. Innanzitutto, è evidente che il legislatore - il quale certo avrebbe potuto farlo e che, nella medesima legge, non ha esitato ad

ss.; MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giur.*, 2008, 230 ss.; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 1 ss.; LUCCHINI GUASTALLA, *Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civile e prev.*, 2008, 741, il quale nel ricostruire in maniera esaustiva il dibattito svoltosi anteriormente all'intervento delle Sezioni Unite, rileva come la questione si stata rimessa a queste ultime nonostante le difformità di vedute giurisprudenziali siano sorte in sede di merito e non di legittimità. Secondo l'opinione di tale autore, la cassazione ha posto "un lodevole argine ad un uso disinvolto dell'istituto della nullità" ed ha tenuto correttamente conto della distinzione tra regole di comportamento e regole di validità del contratto. Nel senso dell'inesistenza del contrasto giurisprudenziale denunciato dall'ordinanza di rimessione v. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giur.*, 2008, 230 ss.; MAZZINI, *La legittimazione attiva del contraente "copre" solo la forma e il contenuto*, in *Guida al diritto*, 2008, 53 ss.; SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *I contratti*, 2008, 221; BRUNO-ROZZI, *Le Sezioni Unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.* 2008, 3, 604; SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite* in *Foro it.*, 2008, I, 784; SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: "ratio decidendi" e "obiter dicta" delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 432; NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008, I, 1175 ss.; FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, in *Giust. civ.* 2008, 12, 2785; GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, 393 ss.; MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I Contratti*, 2008, 555 ss.; PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007 nn.26724 e 26725)*, in *Contratto e Impresa*, 2008, 936 ss.

altro proposito a farlo - non ha espressamente stabilito che il mancato rispetto delle citate disposizioni interferisce con la fase genetica del contratto producendo l'effetto radicale della nullità invocata dai ricorrenti. Non si tratta quindi certamente di uno di quei casi di nullità stabiliti dalla legge ai quali allude il terzo comma dell'art. 1418 c.c.²⁵⁴

La Corte di Cassazione ha escluso, altresì, che l'inosservanza delle regole di comportamento degli intermediari finanziari possa determinare la nullità ai sensi dell'art. 1418 comma 2 c.c., sotto il profilo della mancanza di uno dei requisiti dell'art. 1325 c.c. ("l'accordo delle parti"), osservando che, ove pure si voglia ammettere che nella fase prenegoziale la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario sopra ricordati sia idonea ad influire sul consenso della controparte contrattuale, "inquinandolo", appare arduo sostenere che sol per questo il consenso manchi del tutto; ed i vizi del consenso - se pur di essi si possa parlare - non determinano la nullità del contratto, bensì solo la sua annullabilità, qualora ricorrano le condizioni previste dagli artt. 1427 e segg. c.c.²⁵⁵.

²⁵⁴ Su tutta la problematica della nullità per contrarietà a norma imperativa, in termini riepilogativi cfr. LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012,I, 369; TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2007, 363.

²⁵⁵ Le sezioni unite aderiscono all'orientamento espresso da Cass. 29.09.2005, n. 19024, in *Giust. civ.*, 2006, I, 1526, secondo cui, sempre in tema di inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art. 6 l. n. 1 del 1991 con riguardo ai contratti aventi ad oggetto la compravendita di valori mobiliari, la nullità del contratto per violazione di norma imperativa postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto; ne consegue che

Le Sezioni Unite hanno concluso quindi, affermando che “la violazione delle norme di comportamento (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità - mai comunque la nullità - del contratto per vizi del consenso) è naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui ovviamente discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni”. “Mentre la violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale²⁵⁶, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto”.

In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c.”²⁵⁷.

l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nel corso della sua esecuzione, non ne determina la nullità, ciò indipendentemente dalla natura delle norme con le quali vi sia contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista dalla legge. La pronuncia riafferma anche il principio (espresso da Cass. 29 settembre 2005 n. 19024, cit.) secondo cui gli obblighi dell'intermediario di non effettuare operazioni in conflitto di interessi col cliente non integrano doveri di non fare, la cui violazione darebbe luogo alla stipulazione di contratti vietati da norma imperativa e cioè nulli, atteso che il divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto di interessi costituisce, al pari del dovere di informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza e correttezza nella cura degli interessi del cliente e, in definitiva, integra una regola di comportamento e non di validità.

²⁵⁶ Si rinvia a quanto già detto nella nota 247).

²⁵⁷ Anteriormente alle sentenze delle S.U. ci pare interessante richiamare il contributo molto chiaro di cfr. BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, op. cit.,

Oltre al caso della violazione delle regole di condotta, la censura più rilevante dal punto di vista pratico che viene contestata agli intermediari nell'utilizzo degli strumenti derivati riguarda la inosservanza di requisiti formali²⁵⁸.

in *I contratti*, 2006, p.471. Secondo l'A. "non appare lecito il ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità che costituisce il più grave rimedio civilistico, nei casi di violazione di norme comportamentali generali (la diligenza, correttezza, trasparenza, equità..) che, in quanto prove di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente. Lo stesso legislatore, nel disciplinare il generale dovere di diligenza e correttezza di cui all'art 21 T.U.F, ha valutato certi comportamenti come essenziali e ne ha quindi sanzionato la nullità (cfr. ad esempio artt23, primo secondo e terzo comma, 24 secondo comma, 30, settimo comma, T.U.F); ne deriva una volontà del legislatore di evitare un più generale ricorso al rimedio della nullità. L'esplicita distinzione fra adempimenti prescritti a pena di nullità ed altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario, impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art 1418, primo comma c.c.. L'argomento letterale è, peraltro, desumibile dal sesto comma dell'art 23 T.U.F laddove l'inversione dell'onere probatorio viene riferito ai <<giudizi di risarcimento danni cagionati ai clienti nello svolgimento dei servizi>> ed è noto che il rimedio risarcitorio non appartiene alla categoria delle nullità, che prevedono, invero effetti restitutori. Infatti, la contrarietà a norme imperative considerata dall'art 1418, primo comma c.c. quale causa di nullità del contratto, postula che essa attenga soltanto ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardino cioè la struttura o il contenuto del contratto (art.1418, secondo comma, c.c.). In effetti, i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto, almeno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore". Cfr. anche TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari*, op.cit., in *I contratti*, 2007, 363 ss.

²⁵⁸ Numerose sono le pronunce dei tribunali italiani sulla distinzione tra contratto quadro ed ordine di acquisto e sui diversi requisiti di forma, fra le molte si segnalano: Trib. Bologna 27.3.2012, in www.ilcaso.it per il quale "risulta totalmente disatteso l'obbligo di forma scritta prescritto ad substantiam dall'art. 23 del TUF e dalla normativa secondaria di attuazione di cui al Reg. Consob 11522/98 qualora il contratto quadro sia stato sottoscritto solo dal cliente-investitore. Conseguentemente, il modulo, impropriamente intitolato "contratto", non può essere qualificato come tale, mancando la prova del raggiunto accordo tra le parti, elemento necessario per la conclusione del contratto stesso ex art. 1325 c.c.. Né può valere al fine di perfezionare la mancata sottoscrizione del contratto la produzione in giudizio dello stesso ad opera della parte che non lo ha sottoscritto qualora la parte che ha sottoscritto abbia, medio tempore, revocato il proprio consenso eccependo la nullità del contratto quadro e così, inequivocabilmente, manifestato la volontà di privare di effetti la proposta. Allo stesso modo, il difetto di forma scritta non può ritenersi sanato dalla semplice circostanza che le parti abbiano dato esecuzione al contratto per anni atteso che il comportamento concludente non è in alcun modo idoneo a sopperire il difetto di forma ed il contratto nullo non è in alcun modo suscettibile di convalida. L'accertata nullità del contratto quadro è radicalmente invalidante l'ordine d'acquisto non supportato da valido contratto quadro"; Appello Torino, 20.01.2012, in www.ilcaso.it, secondo il quale "il requisito di forma scritta previsto dall'art. 23 del TUF ad substantiam (e non già solo a fini probatori) non risponde a mere esigenze formali, bensì costituisce applicazione dei principi generali, inerenti alla bilateralità degli accordi negoziali, comunque da osservarsi nella redazione secondo la forma scritta. Né a tali principi è consentito derogare sulla base del semplice riscontro della finalità di protezione del prescritto requisito di forma, connessa alla previsione della legittimazione

esclusiva dell'investitore, ove si consideri, per un verso, la posizione dell'istituto bancario quale soggetto predisponente le condizioni negoziali e, sotto altro profilo, l'esigenza di chiarezza e stabilità delle singole condizioni per il correntista. E' pertanto nullo per mancanza di forma scritta ad substantiam, il contratto quadro di investimento sottoscritto dal solo cliente-investitore. La nullità del contratto quadro di investimento per mancanza di forma scritta ad substantiam prevista dall'art. 23 del TUF, da riferirsi ab origine e con efficacia retroattiva al momento della stipula, ne travolge tutti gli effetti, ivi compresi gli utili percepiti dall'investitore. Pertanto, al fine di riequilibrare la situazione e riportarla al momento del fatto genetico dell'acquisto delle obbligazioni oggetto di controversia, è necessario detrarre dalla somma investita oggetto di restituzione i proventi delle cedole di interessi incassate dal cliente-investitore"; Trib. Torino 5.2.2012, in www.ilcaso.it, per il quale "la mancanza di forma scritta (cui non può neppure supplire la prova per testi o per presunzioni) non può essere in alcuno modo emendata o sanata dalla produzione in giudizio da parte della banca convenuta del contratto quadro di negoziazione, posto che l'incontro delle volontà può dirsi perfezionato solo se la parte del processo che ha sottoscritto il contratto al momento della produzione non abbia già manifestato la revoca del proprio consenso, volontà di revoca che deve essere individuata nella domanda con la quale l'investitore deduca appunto la nullità del contratto per mancanza della forma di cui si discute". **Con riferimento ad un contratto derivato si segnala** Trib. Firenze, 09.05.2011, in www.ilcaso.it, per il quale "Il rapporto contrattuale di intermediazione finanziaria che si è instaurato tra le parti in mancanza della forma scritta è nullo: nullità che determina evidentemente anche la nullità delle operazioni di negoziazione di cui alla domanda, il cui necessario presupposto è appunto la sussistenza di un contratto di intermediazione avente forma scritta. La nullità comporta l'obbligo della Banca di restituire agli attori quanto dagli stessi versato per l'acquisto delle obbligazioni, oltre interessi dal giorno della valuta dovendosi ritenere la mala fede della Banca che ha dato luogo alla nullità delle operazioni per l'inosservanza della forma scritta. La domanda riconvenzionale della Banca (fondata sulla mancanza del contratto di intermediazione) volta alla restituzione di tutti i titoli acquistati dall'inizio del rapporto e delle plusvalenze percepite non è fondata. L'art. 23, comma 3, TUF stabilisce infatti che la nullità derivante dall'inosservanza della forma prescritta può essere fatta valere solo dal cliente. Ne consegue che solo il cliente può far valere in giudizio le conseguenze derivanti dall'inosservanza della forma scritta. Nel caso in oggetto gli attori hanno fatto valere la nullità di determinate operazioni per mancanza del contratto di intermediazione avente forma scritta. La Banca non è quindi legittimata a far valere la nullità per inosservanza della forma scritta anche per operazioni di negoziazione diverse da quelle dedotte dagli attori". V. ancora Trib. Milano, 11.04.2008, in www.ilcaso.it secondo cui "la mancata sottoscrizione del contratto quadro comporta la nullità dei singoli ordini di negoziazione e tale nullità ha carattere relativo, azionabile solo dall'investitore, così che non può essere accolta la domanda subordinata dell'intermediario volta ad estendere l'invalidità a tutti i titoli contenuti nel portafoglio"; Trib. Mantova, 22.03.2007, in www.ilcaso.it per il quale "e' nullo per violazione del requisito della forma scritta prescritta ad substantiam dall'art. 23 d. lgs. n. 58/98, il contratto quadro per la negoziazione di strumenti finanziari che sia stato sottoscritto dalla sola parte che producendolo in giudizio ne abbia eccepito l'invalidità. E poiché gli ordini di borsa traggono la loro origine ed efficacia dalla conclusione del contratto di negoziazione e sono traducibili in atti di esecuzione del rapporto contrattuale, alla nullità del contratto quadro consegue la nullità di tutti gli ordini impartiti in esecuzione dello stesso non essendo peraltro ammissibile la convalida mediante esecuzione del negozio nullo"; Trib. Biella, 26.01.2007, in www.ilcaso.it per il quale "la sanzione della nullità per difetto di forma scritta è prevista ex lege solo per il cd. contratto quadro, mentre per quanto riguarda i singoli ordini, è lasciata alle parti la facoltà di regolare le forme (ad substantiam o ad probationem) da adottare. Ne consegue che La mancanza di un contratto quadro valido rende senza titolo ogni ulteriore attività eseguita dall'intermediario, compresa l'esecuzione dell'ordine per cui è causa"; Trib. Monza, 27.07.2004 in Giur. merito, 2004, 2189, nella cui motivazione si legge "l'art. 23 d.lgs n. 58 del 1998, nel prevedere che il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve essere redatto per iscritto a pena di nullità, si riferisce al solo contratto quadro o "master agreement", che si traduce nel conferimento di un incarico gestorio e che quindi disciplina in via generale le modalità di espletamento dell'incarico. Da quest'ultimo devono essere tenuti distinti gli ordini di borsa relativi alle singole

Un rimedio specifico utilizzato da alcuni enti locali per attaccare i contratti derivati stipulati con i rispettivi intermediari e pervenire ad una declaratoria di invalidità è quello dell'annullamento del contratto in sede di **autotutela amministrativa**, sul fondamento della non convenienza economica dell'operazione.

Il potere di autotutela amministrativa trae la sua origine nei principi di legalità, imparzialità e buon andamento, cui deve essere improntata

*operazioni, il quali costituiscono solo un momento esecutivo del contratto successivo alla stipula di quest'ultimo. Questi ordini, che in assenza di previsioni sarebbero soggetti anch'essi alla regola di "default" della forma scritta, possono tuttavia essere impartiti in forma diversa, secondo quanto stabilito dallo stesso contratto quadro. In tal caso, la previsione delle libertà di forme per la comunicazione degli ordini comporta la possibilità di dare applicazione alle regole generali in tema di rappresentanza e ratifica dell'operato del falsus procurator, anche mediante la successiva mancata contestazione del conto reso a colui che ha dato l'ordine di borsa". In dottrina sulla problematica dei requisiti formali: PATRONI GRIFFI, I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in www.dirittobancario.it-ottobre2012; SANGIOVANNI, L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-)certezza del diritto, in *Corriere del merito*, 2012,814 ss.; SANGIOVANNI, I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza, in *La Nuova Giuris. Civ. Comm.*, 2010, 39 ss. L'A. osserva che "con riferimento alla forma dei contratti derivati, la disposizione di riferimento è l' art. 23, comma 1o, frase 1a, t.u.f., secondo cui «i con-tratti relativi alla prestazione dei servizi di inve-stimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1 comma 5 o, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori so-no redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti, .La forma scritta è posta principalmente nell'interesse della controparte dell'intermediario. Il cliente della banca deve poter riflettere ade-guatamente sul significato dell'operazione che compie. Nel caso, poi, dei contratti derivati, vi è una necessità maggiore di attenta riflessione prima della conclusione del contratto, attesa la loro pericolosità"; BARATELLA, La forma scritta e i c.d. contratti di intermediazione finanziaria nella ricostruzione giurisprudenziale, in *Resp. civ.*, 2010, 688 ss.; SANGIOVANNI, L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro, in *Giur. it.*, 2009, 1681 ss; INZITARI, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni", in *Giur. It.*, 2009, 7; SANGIOVANNI, Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta", in *I Contratti*, 2008, 653; BARENGHI, Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto -quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta, in *Giur. Merito*, 1, 2007; GOBBO-SALODINI, I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente, in *Giur. comm.*, 2006, p. 5/II ss. che contiene una rassegna della più recente giurisprudenza apparsa sull'argomento con un puntuale commento delle decisioni di maggiore rilievo; SALODINI, La tutela dei risparmiatori davanti ai giudici, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, p.176 ss; SANGIOVANNI, La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma, in *I Contratti*, 2006 p.966; SANGIOVANNI, La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine, in *Corr. del merito*, 2007, 737; ALPA, Commento all'art 23, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, I, Padova, 1998, 257 ss.*

l'attività della pubblica amministrazione, ai sensi dell'articolo 97 della Costituzione, in attuazione dei quali l'amministrazione deve adottare atti il più possibile rispondenti ai fini da conseguire²⁵⁹.

²⁵⁹ Il potere di autotutela consiste nella possibilità per l'autorità amministrativa di ritornare su una sua precedente decisione e modificarla. L'esercizio di esso è disciplinato dall'art. 21-*nonies* della l. n. 241/1990 introdotto dalla l. n.15 dell' 11 febbraio 2005. In particolare l'autotutela consiste in un riesame critico da parte della amministrazione pubblica della propria attività procedimentale e nella facoltà di correggerla mediante l'annullamento (o la revoca) degli atti ritenuti illegittimi. Prima di tale novazione il potere di autotutela era stato esplicitato dalla giurisprudenza (Cons. St., sez.IV, 31.03. 2005 n. 1442; Cons. St., sez.V, 23.09. 2002 n.4810; Cons. St., sez. V, 22.04.1976 n. 651) che lo fondava nella interpretazione dell' art. 97 della Costituzione ai sensi del quale l'attività della pubblica amministrazione deve essere orientata ai principi dell'imparzialità e del buon andamento. V. In generale sulla nozione di autotutela: BENETAZZO, *Contratti della p.a. ed annullamento dell'aggiudicazione*, Cedam, Milano, 2012, 2 ss; BOSCOLO, *Sub art 21-nonies*, in *Codice dell'azione amministrativa* (a cura) di SANDULLI, Milano, 2011, 984 ss.; GIOVAGNOLI, *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2011, p. 630 ss; CASSETTA, *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2010, 633 ss.; CARINGELLA, MAZZAMUTO, MORBIDELLI, *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2010, p. 1331; CHIEPPA, MIRABELLA, DI STEFANO, ALTIERI, *Corso di diritto amministrativo*, Milano, 2009, p.677; SANTORO, *La responsabilità civile, penale ed amministrativa nei contratti pubblici*, Milano, 2009, p. 332 ss.; DEODATO, *Le nuove frontiere del giudice amministrativo*, a cura di PELLEGRINO, Milano, 2008, 185 ss.; FRANCO, *Manuale del nuovo diritto amministrativo*, Ipsoa, Milano, 2008, 54 ss.

5.-La responsabilità degli amministratori pubblici per la sottoscrizione di derivati

Occorre già in questa sede rilevare che sono in corso numerose inchieste penali (aperte dalle Procure di Milano, Torino, Firenze, Taranto) che, in alcuni casi, hanno comportato peraltro l'emissione di misure cautelari reali (sequestri conservativi di beni) nei confronti di funzionari e dirigenti pubblici e bancari; indagini che concernono anche i pagamenti per commissioni occulte ai consulenti delle banche d'affari a carico degli enti territoriali, per un totale di circa 13 miliardi e 500 mila euro²⁶⁰, su cui ci soffermeremo ampiamente nel prossimo capitolo.

²⁶⁰ Numerosi sono gli articoli di giornale apparsi su vari organi di stampa vedasi: LONGO, *Quattro banche sotto indagine per i derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 27.06.2008; RIODA, *Vicenda derivati a Milano: contestato il reato di truffa aggravata per 14 persone e 4 banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 28.07.2009; CALANDRA, *Al via il processo derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 6.05.2010; CARLINI, *Come la finanza creativa ha danneggiato gli enti pubblici*, in *Il Sole 24 Ore* del 22.3.2010; TROVATI, *Derivati, lo scontro sui costi*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.3.2010; MOBILI, *Piccoli centri senza swap*, in *Il Sole 24 Ore* del 12-3-2010. Secondo le fonti indicate dall'A. al 31 Dicembre 2009 Regioni ed Enti locali hanno stipulato contratti derivati per un nozionale complessivo di 35,3 miliardi di euro, ma si registra una forte tendenza degli Enti locali a chiudere in anticipo questi strumenti. In meno di due anni sono 110 i comuni che hanno fatto questa scelta. TROVATI, *Inchieste a cascata sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore* del 10.03.2010 p.42; ORIOLI, *Banche a giudizio sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore* del 18.3.2010; MONACI-TROVATI, *Derivati dei Comuni, Firenze ora rischia un conto da 110 milioni*, in *Il Sole 24 Ore* del 20.07.2012, p.29; FRISONE, *Quando lo swap non è di copertura*, in *Il Sole 24 Ore* del 14.7.2011 p.11; LUSI, *Inchiesta sui derivati-bidone al comune di Roma. La mappa delle indagini in 53 enti pubblici*, in www.ilsole24ore.it. Giova osservare che negli ultimi anni numerosi società ed enti territoriali hanno concluso contratti derivati con intermediari finanziari, contratti che – non raramente – mostrano perdite. Limitandoci ai dati riguardanti regioni ed enti locali, al giugno 2009 vi erano in Italia 519 amministrazioni locali che avevano in forza contratti derivati con banche operanti in Italia che risultavano in perdita. Fra le amministrazioni in perdita prevalgono i comuni; vi sono poi 28 province, 13 regioni e 14 amministrazioni locali di altro tipo. Dal punto di vista della distribuzione geografica, le regioni con il maggior numero di enti in perdita sono la Lombardia e la Campania. Le regioni che presentano il valore di mercato negativo più elevato sono la Campania (216 milioni di euro) e il Piemonte (141 milioni di euro). Dati della Banca d'Italia riportati da FRISONE, *In Campania primato di perdite*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 novembre 2009, p.20. I dati statistici appena riportati devono considerarsi per difetto in quanto non tengono conto dei contratti derivati stipulati con intermediari finanziari esteri.

In questa sede, appare opportuno esaminare brevemente le conseguenze per gli amministratori pubblici (membri degli organi consiliari e dirigenti), qualora la stipula di un contratto derivato provochi un danno alle casse dell'ente. Qualora la valutazione circa la convenienza dell'operazione, venga effettuata da soggetti che non abbiano le necessarie competenze professionali per formulare analisi e previsioni quanto meno attendibili, in presenza di operazioni finanziarie particolarmente complesse come si è evidenziato nei precedenti paragrafi²⁶¹.

²⁶¹ In chiave privatistica ci pare interessante segnalare uno scritto di SANGIOVANNI, *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 2010,1,26. L'A. si sofferma sui profili di responsabilità che possono derivare all'amministratore di una società privata laddove abbia dichiarato, in fase di sottoscrizione di un contratto derivato, la natura di "operatore qualificato" della società, pur non essendo quest'ultima. L'A. osserva che "l'amministratore che firma la dichiarazione che la società è un operatore qualificato potrebbe essere chiamato a risponderne civilmente nei confronti della società. Ciò può avvenire quando tale dichiarazione non corrisponde a verità e il gestore ha firmato la dichiarazione con superficialità, senza verificarne con attenzione significato ed effetti. Per la s.p.a. il codice civile prevede che "gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze. Essi sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri" (art. 2392, comma 1, c.c.) (). Nella s.r.l. è stabilito che "gli amministratori sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo per l'amministrazione della società" (art. 2476, comma 1, c.c.). In ambedue i casi, le disposizioni affermano che gli amministratori sono tenuti a rispettare dei doveri. Si tratta dei doveri imposti dalla legge (in entrambi i tipi societari) nonché dallo statuto (per la s.p.a.) e dall'atto costitutivo (per la s.r.l.). Alla differente terminologia usata dalla legge ("statuto" per la s.p.a., "atto costitutivo" per la s.r.l.) non dovrebbe essere attribuito significato rilevante, atteso che "lo statuto contenente le norme relative al funzionamento della società, anche se forma oggetto di atto separato, costituisce parte integrante dell'atto costitutivo" (art. 2328, comma 3, c.c.). La regola dovrebbe valere anche nella s.r.l., nonostante l'art. 2463, comma 3, c.c. sulla s.r.l. non richiami espressamente l'art. 2328, comma 3, c.c. Una delle fonti dei doveri degli amministratori è, pertanto, l'atto costitutivo (unitamente allo statuto). Nella prassi, è tuttavia del tutto improbabile che un atto costitutivo o uno statuto elenchi i doveri degli amministratori così in dettaglio da prestare espressa attenzione alla materia specifica della conclusione dei contratti. Bisogna dunque trovare una disposizione di legge (e non di fonte contrattuale) che fondi tale obbligo dei gestori. La domanda che ci si deve pertanto porre è se dalla legge si possa ricavare la regola che gli amministratori sono tenuti a verificare attentamente gli atti che firmano e a comprenderne previamente il significato e gli effetti. Il testo legislativo non dice espressamente che, fra i doveri dei gestori, rientra quello di verificare con attenzione i contratti che firma in nome e per conto della società. Un obbligo del genere è, tuttavia, senz'altro ricostruibile in via

Va da subito detto che gli amministratori pubblici devono spendere bene le risorse pubbliche ed evitare ogni possibile spreco, ogni disfunzione od ogni degenerazione della gestione tali da condurre a risultati diseconomici e contrari ai principi di buona amministrazione sanciti ex art. 97 Cost. – principi di legalità, imparzialità e buona amministrazione²⁶².

*interpretativa. [...] Anche nella conclusione di un contratto derivato i gestori devono agire in modo informato. Ciò significa comprendere il significato della documentazione che si sottoscrive e dell'operazione che si sta per compiere. A questo punto della nostra analisi parrebbe esserci un conflitto fra la diligenza degli intermediari finanziari (che impone, secondo la tesi che qui si sostiene, di spiegare fin dall'inizio il significato della dichiarazione di essere operatore qualificato) e la diligenza degli amministratori (che impone d'informarsi prima di agire). Questo conflitto, a mio avviso, va risolto - almeno dal punto di vista della successione temporale - a sfavore degli intermediari e a favore dei gestori di società. Mentre, difatti, l'operato degli amministratori - perlomeno in questo contesto - si esaurisce all'interno della società che amministrano, gli intermediari finanziari sono portatori di istanze anche pubblicistiche. La legge stabilisce espressamente che gli intermediari devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" (art. 21, comma 1, lett. a TUF). Questa finalità di tutela dell'integrità dei mercati spinge a ritenere che il dovere informativo dell'intermediario finanziario sia, almeno nella successione temporale, prevalente. In altre parole: fino a quando l'intermediario non ha spiegato al rappresentante legale della società significato ed effetti della dichiarazione di operatore qualificato, non scatta alcuna responsabilità dell'amministratore. Invece si può pensare a una responsabilità del gestore una volta che l'intermediario ha spiegato cosa significhi firmare tale dichiarazione. L'amministratore non può dichiarare qualcosa di diverso dalla realtà con l'effetto di procurare un danno alla società. Se lo fa, gli si può contestare di avere violato i suoi doveri, con conseguente responsabilità civile. [...] Qual è il danno che cagiona l'amministratore che firma superficialmente la dichiarazione che la società è un operatore qualificato? Il nocumento deriva dal fatto che non si applicano le norme di comportamento previste dal regolamento Consob. In particolare, la società non viene adeguatamente informata e pone in essere operazioni dalle quali poi risulta il danno. Il nocumento consiste nell'aggravamento della posizione finanziaria". Sulla vastissima letteratura di in tema di responsabilità degli amministratori di società di capitale si segnalano per il loro carattere riepilogativo i seguenti contributi: cfr. AMATUCCI, *Amministrazione e controllo delle società per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, 2011, 1 ss; RORDORF, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. per operazioni successive alla perdita del capitale*, in *Le Società*, 2009, 277 ss.; RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (II parte)*, in *Le Società*, 2008, 1325 ss.; RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (I parte)*, in *Le Società*, 2008, 1193 ss.; FICO, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2008, 1400 ss.*

²⁶² Sull'argomento FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *La Resp. civile*, 2010, 11, 739. L'A. osserva che "la responsabilità civile – contrattuale ed extracontrattuale – della pubblica amministrazione può ravvisarsi per violazione degli obblighi assunti con atti unilaterali – ad esempio concessioni, finanziamenti eccetera – o per violazione di doveri gravanti su di essa in forza di vincolo contrattuale. L'art. 28 Cost. costituisce il fondamento giuridico della responsabilità diretta dei dipendenti e dei funzionari pubblici. La responsabilità diretta

Negli ultimi anni, i rappresentanti degli enti locali sono stati chiamati ad una maggiore responsabilizzazione sotto il profilo economico e finanziario nell'ambito di una finanza locale sempre più basata su risorse proprie. Ciò ha comportato che sempre in maggiore misura gli amministratori sono tenuti a rispondere alla collettività amministrata circa il corretto uso delle risorse pubbliche prelevate ed utilizzate in rapporto ai servizi resi ed alle prestazioni erogate²⁶³.

*del pubblico dipendente non fa venire meno la responsabilità della pubblica amministrazione e da uno stesso fatto possono peraltro nascere contemporaneamente le responsabilità, da una parte, del dipendente e funzionario e, dall'altra, della pubblica amministrazione, connesse da un vincolo solidale cosicché il danneggiato è libero di pretendere il risarcimento per il pregiudizio subito o all'uno o all'altra. Tale responsabilità diretta viene meno solo ove il fine egoistico del dipendente sia tale da essere totalmente estraneo alla pubblica amministrazione, escludendo così ogni collegamento di necessaria occasionalità con i poteri propri dell'agente. L'attività svolta in veste di amministratori o dipendenti pubblici, nell'esercizio o quanto meno in connessione alle funzioni pubbliche relative ai fini istituzionalmente propri dell'ente pubblico, non esonera peraltro gli autori del fatto dannoso dall'essere sottoposti alla ordinaria responsabilità civile extracontrattuale per violazione del generale principio del *neminem laedere*. Sono perciò applicabili ai pubblici agenti le regole che sanciscono la responsabilità ed i conseguenti obblighi di chi ha leso i diritti dei soggetti amministrati [...] L'utilizzo inappropriato delle risorse pubbliche realizza una ipotesi di spreco e comporta la frustrazione dei bisogni della collettività che ne risultano di fatto mortificati[...]...La responsabilità da dissesto finanziario costituisce una fattispecie dannosa complessa, non consistendo in una singola ipotesi di danno finanziario ma essendo riconducibile ad una pluralità di situazioni o fattispecie dannose autonome. Ai fini della realizzazione della situazione di dissesto finanziario rilevano l'accertamento di un massiccio disavanzo di amministrazione ed il riconoscimento dei debiti fuori bilancio. A fronte di tale situazione si verifica l'emersione della violazione di quella diligenza a cui il legislatore fa corrispondere la sussistenza della colpa grave ai fini del riconoscimento della responsabilità amministrativa".* TENORE, *Manuale del pubblico impiego privatizzato*, Roma, 2007, 322; CASETTA, *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2001, 567; FRACCHIA, *Osservazioni in tema di responsabilità del dipendente pubblico e attività contrattuale*, in *Foro it.*, 1999, I, 1194; MORBIDELLI, *Della responsabilità contrattuale dei dirigenti*, in *Dir. Amm.*, 1999, 2, 199 ss.; MORABITO, *Responsabilità della p.a. e del pubblico dipendente nella normativa della Carta costituzionale e nella normativa ordinaria*, *Riv. amm.*, 1989, 837.

²⁶³ Sull'argomento cfr. ancora FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *La Resp. civile*, 2010, 11, 739.; ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, in *Aziendaitalia*, 2008, 6,1. In dottrina ed in giurisprudenza si è posto quesito se la responsabilità dell'amministratore che riveste un ruolo politico possa ritenersi ancora sussistente pur a seguito del processo di progressiva distinzione tra **responsabilità politica e diretta attività gestionale**, incardinata verticisticamente in capo alla dirigenza. Ai sensi del Testo unico degli enti locali (D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267) in forza dell'art. 50, comma 2, «il sindaco e il presidente della provincia [...] sovrintendono al funzionamento dei servizi e degli uffici e all'esecuzione degli atti»; in base al comma 3, «sovrintendono altresì all'espletamento delle funzioni statali e regionali attribuite o delegate

L'utilizzo inappropriato delle risorse pubbliche realizza un'ipotesi di dissipazione e può determinare in capo agli amministratori pubblici una responsabilità amministrativa-contabile, laddove l'ente, soprattutto se di medie e piccole dimensioni, cada in una situazione di

al comune e alla provincia»; il comma 10 prevede da ultimo che «il sindaco e il presidente della provincia nominano i responsabili degli uffici e dei servizi, attribuiscono e definiscono gli incarichi dirigenziali e quelli di collaborazione esterna». Ne deriva che residueranno ampi spazi di responsabilità degli organi politici per le frequenti ipotesi di *culpa in vigilando* o *in eligendo*, nonché per l'illegittimo affidamento di incarichi dirigenziali o di collaborazione oltre che, ovviamente, nei casi in cui il vertice politico abbia esercitato i propri poteri in incompetenza assoluta o relativa. Sull'argomento si rinvia all'interessante contenuto della relazione della Guardia di Finanza *“La Crisi finanziaria Globale e i suoi derivati”*, del novembre 2009, a cura di FAILLA, PISANI PUTZU. A pag. 189 della predetta relazione, si legge a proposito della responsabilità degli organi politici per il danno erariale *“Al riguardo, è quindi importante esaminare l'orientamento seguito dalle Sezioni Riunite della Corte dei Conti, (15.05.1998, n. 21 in www.corteconti.it) che affrontando la problematica connessa ai profili di responsabilità degli organi politici hanno evidenziato che “non è ravvisabile responsabilità del Sindaco per la mancata esazione delle indennità di mora dovute dal concessionario del servizio di riscossione dei diritti sulla pubblicità e sulle pubbliche affissioni in ragione di ritardati riversamenti degli incassi in Tesoreria, quando allo stesso siano ascritte non specifiche violazioni del dovere di vigilanza sull'andamento degli uffici e dei servizi comunali, ma il fatto stesso del mancato computo della mora, di per se ascrivibile, specie nell'ambito di Comuni di grandi dimensioni, soltanto ai funzionari preposti agli uffici amministrativi comunali”. Tale sentenza se da un lato riafferma con chiarezza la diretta responsabilità dei dirigenti o responsabili degli uffici o dei servizi degli enti territoriali e locali per gli atti o fatti di gestione di loro specifica competenza, dall'altro, tuttavia, evidenzia che gli organi elettivi, o di governo, non sono sempre, ed in ogni caso, esenti da responsabilità amministrativa in relazione agli stessi fatti. Ed infatti, rimanendo valida la distinzione di ruolo e di competenza degli organi elettivi rispetto agli organi burocratici dell'ente territoriale o locale, e la conseguente responsabilità dei primi sul piano politico più che sul piano tecnico, occorre ricordare che gli organi elettivi, o di governo, dell'ente possono comunque essere chiamati a rispondere del danno patrimoniale subito dalle finanze dell'ente stesso non solo allorché siano venuti meno al dovere di vigilanza sul buon andamento degli uffici e dei servizi che ad essi fa capo, ma anche quando il danno alle finanze dell'ente sia direttamente riconducibile agli atti di programmazione, di indirizzo o di controllo, o comunque alla attività di direzione dell'attività amministrativa, che la legge riserva alla loro competenza. A tale riguardo, con specifico riferimento agli strumenti derivati, deve essere sottolineato che la sottoscrizione di consapevolezza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari prevista dal comma 383 dell'art. 1 della Legge finanziaria 2008 deve essere eseguita congiuntamente fra il responsabile del servizio finanziario dell'ente e il vertice politico dell'ente stesso (Presidente della regione, o Presidente della provincia, o Sindaco) Questa “firma congiunta”, del resto, è già prevista per le certificazioni annuali sul rispetto degli obiettivi del Patto di stabilità. E' importante altresì ricordare che la stipula dei contratti derivati, pur essendo effettuata generalmente dal dirigente o dal responsabile del Settore o dell'Ufficio competente secondo la particolare organizzazione strutturale dell'ente, deve essere preceduta da una deliberazione dell'organo assembleare (Consiglio regionale, Consiglio provinciale, o Consiglio comunale), o da atti di indirizzo o direttive dell'organo esecutivo (Giunta regionale, Giunta provinciale, o Giunta comunale) o dei singoli assessori competenti al ramo. Da quanto evidenziato sembrerebbero allora emergere chiari profili di responsabilità ascrivibili agli organi politici, oltre che a quelli tecnici (o burocratici)”. Più in generale sulla c.d. responsabilità politica cfr. PITRUZZELLA, *Responsabilità politica*, in Dig, disc., priv., 1997.*

dissesto finanziario²⁶⁴. Ai fini della realizzazione della situazione di dissesto finanziario rilevano l'accertamento di un massiccio disavanzo dell'amministrazione ed il riconoscimento dei debiti fuori bilancio.

Si è ipotizzato che il ricorso alla c.d. finanza creativa da parte degli amministratori pubblici per ristrutturare il debito locale, potrebbe - in casi di andamento fortemente negativo dell'operazione - dar luogo a responsabilità amministrativa contabile²⁶⁵.

²⁶⁴ ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, op. cit., in *Aziendaitalia*, 2008, 6,1. L'A. osserva che "perché si abbia responsabilità occorre che si verifichi un danno inteso come diminuzione del patrimonio dell'ente. La particolare natura dei contratti di finanza derivata, peraltro comune a tutti i contratti di durata, rende problematico l'accertamento di questo requisito poiché la struttura contrattuale è collegata ad una variazione dei tassi che muta nel tempo e, di primo acchito, potrebbe ritenersi che solo nel momento in cui il contratto cesserà di esplicare i suoi effetti si possa accertare se l'ente ha subito una diminuzione patrimoniale. Questa conclusione non è condivisibile poiché in questo modo non solo si rinvierebbe ad un momento lontano nel tempo l'accertamento di eventuali responsabilità ma si trascurerebbe di considerare gli effetti negativi che il contratto presenta in relazione alla ordinaria gestione dell'ente poiché, si ripete, si tratta di un contratto concluso al di fuori dello schema normativo. Neppure condivisibile è la tesi opposta che potrebbe ritenere che il danno subito dall'ente sia pari all'ammontare del mark to market negativo poiché, come si è visto, questo elemento non rappresenta un valore assoluto ma muta nel tempo in relazione alla variazione dell'andamento dei mercati. La sua negatività è un indice che l'ente possa subire un danno, ma non è il danno. Il danno subito dall'ente non può essere determinato quale conseguenza di una variazione inaspettata o impreveduta dei tassi di interesse, ma deve essere accertato quale diminuzione patrimoniale che l'ente verosimilmente subirà in relazione alla struttura contrattuale, con una valutazione ex ante da riportare al momento della conclusione del contratto, in relazione all'andamento dei mercati ed alle finalità che l'ente ha inteso perseguire in concreto. Conseguentemente, la diminuzione patrimoniale riconducibile al contratto, sempre che sussista, potrebbe essere determinata in ogni momento di esecuzione del contratto. Di estremo rilievo si presenta la questione della determinazione del nesso causale fra comportamento dei soggetti coinvolti nell'operazione e danno subito dall'ente. Infatti, ove si accerti che l'ente ha subito un danno la responsabilità si estenderà a tutti i soggetti che hanno concorso a provocarlo e, quindi, in relazione alle operazioni di finanza derivata occorrerà accertare, in relazione ai vari organi dell'ente (consiglio, giunta e dirigente di settore) a chi sia ascrivibile il comportamento, tenendo conto delle competenze che l'ordinamento riserva a ciascuno di essi e delle decisioni assunte in concreto (delibere e determinazioni) o, ancora, delle omissioni. Non può ritenersi, in astratto, che l'eventuale responsabilità spetti all'uno o all'altro degli organi dell'ente, ma occorre verificare in concreto il comportamento di ciascuno di essi").

²⁶⁵ Sull'argomento cfr. ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, in *Il Diritto dell'economia*, 2011, 1, 37 ss; NARDO, *La finanza derivata negli enti locali: aspetti di contabilità, responsabilità e controllo*, in *I derivati nelle PA locali* (a cura di) NADOTTI, Milano 2009, 95 ss; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op.cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 2009, 16 ss; MIELE, *La responsabilità amministrativa per*

Il referente normativo trova il suo fondamento nell'art. 82 del R.D. 18 novembre 1923 n. 2440²⁶⁶ (Legge di contabilità generale dello Stato,) che ha introdotto per tutti i dipendenti dello Stato, la c.d. responsabilità amministrativa o erariale per i danni patrimoniali da essi causati alle casse delle amministrazioni statali di appartenenza, laddove il concetto di amministrazione statale va oggi inteso in senso lato essendo assoggettati a responsabilità contabile ed amministrativa non solo i dipendenti di amministrazioni propriamente statali, ma anche gli amministratori degli enti c.d. parastatali, delle Regioni, delle aziende sanitarie e degli enti territoriali minori, nonché soggetti formalmente esterni all'amministrazione ma legati ad essa da un c.d. rapporto di servizio²⁶⁷.

*il danno patrimoniale alle finanze dell'ente, in AA.VV. Gli Strumenti derivati negli enti locali, Il Sole 24 Ore, 2008. Vedasi anche Corte conti, sez. riun. 27.12.2007, n. 12, in www.corteconti.it. In generale sulla vasta letteratura in tema di responsabilità contabile ed amministrativa si segnala: STADERINI, *Responsabilità amministrativa e contabile*, in *Digesto, discipl. pubbl.*, Vol.XIII, Torino, 1997, p.199; SCOCA (a cura di), *La responsabilità amministrativa ed il suo processo*, Padova, 1997, 35.; RODRIQUEZ, *Responsabilità amministrativa e contabile*, in *Digesto, discipl. pubbl.*, (I agg) Torino, 2008; CASETTA, *Responsabilità della pubblica amministrazione*, in *Dig. Disc. Pubbl.*, 1997.*

²⁶⁶ "L'impiegato che per azione od omissione, anche solo colposa, nell'esercizio delle sue funzioni, cagioni danno allo Stato, è tenuto a risarcirlo. Quando l'azione od omissione è dovuta al fatto di più impiegati, ciascuno risponde per la parte che vi ha presa, tenuto conto delle attribuzioni e dei doveri del suo ufficio, tranne che dimostri di aver agito per ordine superiore che era obbligato ad eseguire".

²⁶⁷ TORCHIA, *Società pubbliche e responsabilità amministrativa: un nuovo equilibrio*, in *Giornale di dir. amm.*, 2012, 3,323; PRINCIPATO, ALBO, ASTEGIANO, BARISANO, BRAGHÒ, FARNETI, POLITO, POZZOLI, NOVELLI, PILATO, SOTTANI, *Le società partecipate dagli enti locali: temi di attualità*, in *Aziendaitalia*, 2012, 3,1,. Ci pare interessante riportare uno stralcio del lungo articolo, a proposito della responsabilità degli amministratori delle società partecipate, laddove si afferma che "con la sentenza la Suprema Corte (sez. unite, sent. 27 ottobre 2009, n. 26806) ha ritenuto che - di regola - le società partecipate da enti pubblici siano assoggettate - anche con riguardo al regime delle responsabilità - alle norme del codice civile. Fanno eccezione - e quindi come tali devono essere verificate dall'interprete di volta in volta - le 'finte società', cioè quegli organismi che seppur formalmente costituite come società ai sensi del Codice civile, disvelino in realtà la loro effettiva natura di organismi di diritto pubblico, enti pubblici quindi, e come tali suscettibili di essere ricompresi nel novero delle pubbliche amministrazioni (sez. unite ord. 27 ottobre 2009, n. 27092, "R.A.I. s.p.a."). Per questi soggetti quindi, seguendo tale orientamento, l'interprete dovrebbe

individuare la vera natura deducendola da una serie di indicatori che descrivano il regime giuridico 'singolare' della società ed i rapporti che la legano alle amministrazioni pubbliche titolari delle quote partecipazioni sociali, in sostanziale deroga o rilevante devianza rispetto quello ordinario. In questo senso la Corte di cassazione si è pronunciata anche per altre società, quali Anconambiente s.p.a. (ord. 27 ottobre 2009, n. 4671), Casinò municipale di Campione di Italia s.p.a. (ord. 9 aprile 2010, n. 8437), E.N.A.V. s.p.a. (ord. 3 marzo 2010, n. 5032). La lettura delle motivazioni delle decisioni richiamate consente di ponderare gli aspetti che di volta in volta la S.C. ha ritenuto di rilievo dirimente nel riconoscere a tali soggetti giuridici la vera natura di enti pubblici economici. Ma al di fuori di questi casi, per le altre società, cioè per quelle 'vere', il regime giuridico può invece essere rinvenuto solamente nel codice civile, nel libro V, titolo V e, per quanto concerne la responsabilità degli amministratori, nel relativo sistema delle responsabilità (artt. 2392 e ss. Cod. civ. e art. 2476 Cod. civ. per le s.r.l.). Difatti, secondo la Corte regolatrice, l'azione di responsabilità sociale è diretta a ristorare il patrimonio sociale compromesso dalla mala gestio degli amministratori. Ma tra questi amministratori e l'ente pubblico socio non incorre alcun rapporto di servizio, che invece è configurabile unicamente tra i primi e la società. Vale pienamente la distinzione tra la "personalità giuridica della società di capitali e quella dei singoli soci e la piena autonomia patrimoniale dell'una rispetto agli altri non consentono di riferire al patrimonio del socio pubblico il danno che l'illegittimo comportamento degli organi sociali abbia eventualmente arrecato al patrimonio dell'ente: patrimonio che è e resta privato". Nella misura quindi in cui la condotta dell'amministratore arreca un danno al patrimonio della società, non vi è luogo per ipotizzare una parallela azione erariale promossa nei confronti dei medesimi soggetti da parte del P.M. contabile. Questi difatti può chiedere il ristoro di un danno erariale che, come tale, è configurabile solamente nei confronti del soggetto pubblico titolare delle quote sociali (mentre è noto che l'effetto deprimente prodotto al valore della quota sociale è una mera conseguenza indiretta del danno arrecato al patrimonio sociale). Restano dunque al P.M. contabile - in questa prospettiva - solamente i casi di condotte degli amministratori di società partecipate da enti pubblici che abbiano arrecato un danno diretto al patrimonio dell'ente socio (come è il caso del "danno all'immagine"), sulla 'falsariga' dell'azione individuale del socio prevista dall'art. 2395 del Cod. civ."; BUCCARELLI, *Il sistema delle responsabilità amministrativa e civile nelle società di capitale pubbliche*, in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 403; MIELE, *La responsabilità contabile concorrente degli amministratori delle società partecipate in caso di insolvenza*, in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 450; SCHLITZER, *Nuovi modelli di gestione delle risorse finanziarie pubbliche: quale tutela dei danni « erariali »*, Relazione al Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 24-26 settembre 2009; SINISI, *Questioni di responsabilità amministrativa nell'ambito dell'impresa pubblica: vecchi e nuovi dubbi*, in *Foro amm.* CDS 2009, 12, 2986; PATRITO, *Responsabilità dell'amministrazione e dei suoi funzionari: aspetti problematici del riparto di giurisdizione ed elemento soggettivo*, in *Resp. civ. e prev.* 2009, 10, 2035; D'AURIA, *Responsabilità dell'amministrazione e del funzionario*, in *Foro amm.* CDS 2008, 12, 3479. L'A. osserva che "ad oggi, seguendo la giurisprudenza della Corte di cassazione, sono due i criteri in base ai quali si determina la sottoposizione degli amministratori (e dipendenti) di enti e società pubbliche alla disciplina della responsabilità amministrativa e alla giurisdizione della Corte dei conti. Il primo criterio è quello che - per brevità - si può definire dell'appartenenza, cioè dell'essere parte integrante (o costitutiva) di una pubblica amministrazione. In base a questo criterio, la Corte di cassazione - dopo il noto revirement del 2003 (- ha collocato nel 'perimetro' delle pubbliche amministrazioni, ai fini del regime di responsabilità applicabile ai loro amministratori, gli enti pubblici economici, vale a dire soggetti « che perseguono fini [...] pubblici attraverso risorse di eguale natura », a prescindere dalla circostanza che la loro attività sia disciplinata, in tutto o in parte, dal diritto privato e, anzi, che siano costituiti per l'esercizio di imprese. Il secondo criterio è quello del c.d. rapporto di servizio, per cui un soggetto privato esterno all'amministrazione (una società o altra persona giuridica, oppure una fondazione, un'associazione, ma potrebbe anch'essere una persona fisica) viene incaricato di svolgere, con risorse pubbliche e nell'interesse dell'amministrazione, un'attività o un servizio pubblico. In questo secondo caso, il soggetto esterno resta tale, ma è inserito, per la quota di attività che dedica alla pubblica amministrazione, nell'organizzazione funzionale dell'amministrazione o dell'ente (ad ogni altra attività restando estranee le regole pubblicistiche

della responsabilità) [...]. riassumendo, si possono fissare, in base alla giurisprudenza corrente della S.C., le seguenti proposizioni: prima: gli amministratori e i dipendenti degli enti pubblici economici sono sottoposti al regime della responsabilità amministrativa per i danni da essi arrecati sia agli enti di appartenenza, sia ad altre amministrazioni ed enti pubblici; seconda: al regime della responsabilità amministrativa sono sottoposti gli amministratori e i dipendenti di figure soggettive private (società, associazioni, fondazioni) che operino nell'ambito di un « rapporto di servizio » con amministrazioni ed enti pubblici, per lo svolgimento di loro compiti istituzionali; terza: dal regime della responsabilità amministrativa sono esclusi gli amministratori e i dipendenti delle figure soggettive private che non siano implicate nell'esercizio di compiti pubblici, benché (eventualmente) finanziate da bilanci pubblici. Nel loro insieme, i due criteri fanno sì che, secondo un'affermazione ormai corrente nella giurisprudenza della S.C., il dato essenziale dal quale scaturiscono la responsabilità amministrativa e la giurisdizione contabile è « l'evento verificatosi in danno di un'amministrazione pubblica [...], e non, o non più, il quadro di riferimento (diritto pubblico o privato) nel quale si colloca la condotta produttiva del danno stesso »; ASTEGIANO, Responsabilità amministrativa: profili sostanziali e processuali, in www.dsg.univr.it, il quale osserva che « mai nessuna norma ha preso in considerazione e disciplinato la responsabilità degli amministratori e dipendenti degli enti pubblici economici, stabilendo la prevalenza della natura pubblica con la conseguente assimilazione ai funzionari dello Stato e degli altri enti pubblici, ovvero di quella privata con l'assoggettamento alle regole ordinarie stabilite dal codice civile. Gli enti pubblici economici sono enti costituiti, per lo più a partire dagli anni sessanta del secolo scorso (anche se ve ne sono alcuni che risalgono all'inizio del secolo appena terminato), dallo Stato o da altri enti pubblici territoriali per lo svolgimento di attività economiche, talora in regime di servizio pubblico e, altre volte, quali semplici operatori economici. Alcuni enti pubblici economici particolarmente "famosi" sono state le Ferrovie dello Stato, l'ANAS, l'IRI e le aziende speciali operanti negli enti locali. Anche se la figura dell'ente pubblico economico non è più il modello organizzativo utilizzato per l'intervento nell'economia, questa figura riveste ancora una fondamentale importanza sia per i numerosi enti ancora esistenti sia per l'estensione che i principi riferiti a tale figura possono avere riguardo agli altri modelli privatistici (principalmente di natura societaria) utilizzati in larga misura dall'amministrazione centrale e locale. [...] Per lungo tempo il giudice contabile ha affermato la sua giurisdizione ritenendo che la natura pubblica dell'ente incardinasse la giurisdizione contabile, indipendentemente dall'attività svolta, anche se, negli ultimi anni, si è, in larga parte, conformato alle conclusioni della Corte di Cassazione, recependo la distinzione tra responsabilità dell'agente riconducibile ad illeciti compiuti nello svolgimento dell'attività economica privatistica d'impresa e quella inerente allo svolgimento di funzioni pubbliche, concludendo che solo in relazione a quest'ultima potesse sussistere la giurisdizione della Corte dei conti. Nonostante l'univocità dell'orientamento espresso dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, quale giudice regolatore dei conflitti di giurisdizione, alcune Procure regionali e Sezioni giurisdizionali della Corte dei conti hanno mantenuto dei dubbi in ordine alla soluzione accolta ed hanno proposto differenti letture delle normative vigenti. Cosicché, recentemente, la Corte di Cassazione ha rimeditato l'orientamento espresso in precedenza. La Corte Suprema, con l'ordinanza n. 19667 del 22 dicembre 2003, ha affermato, infatti, la giurisdizione della Corte dei conti in ordine agli illeciti commessi dagli amministratori e dai dipendenti che abbiano cagionato danni agli enti pubblici economici da cui dipendono, per fatti commessi successivamente al 15 gennaio 1994, data di entrata in vigore della legge 19 gennaio 1994, n. 20, la quale insieme alle norme della coeva legge n. 19, ha rappresentato il più recente, ancorché parziale, tentativo di delineare la nuova configurazione della giurisdizione contabile, della responsabilità amministrativa e di alcune regole processuali applicabili nei giudizi dinanzi alla Corte dei conti. Il giudice regolatore della giurisdizione con un'articolata e diffusa motivazione ha ritenuto che, da un lato, a seguito dell'entrata in vigore del citato art. 1 della legge n. 20 del 1994 che afferma la competenza della Corte dei conti a perseguire i danni provocati da amministratori e dipendenti pubblici ad amministrazioni diverse da quelle di appartenenza, e, dall'altro, in conseguenza delle mutate modalità di azione della pubblica amministrazione, la "responsabilità" degli amministratori e dipendenti di enti pubblici economici dovesse essere giudicata dalla Corte dei conti, giudice naturale della responsabilità pubblica, così come previsto dall'art. 103,

Perche' si configuri la responsabilita' amministrativa- contabile, essendo venuta meno ormai ogni distinzione tra le due fattispecie, occorre fare riferimento sempre all'impianto tipico della responsabilita' civile ed ai suoi elementi costitutivi : il comportamento illecito, l'elemento soggettivo, il danno ed il nesso di causalita' fra comportamento ed evento dannoso, il quale rileva solo se causato con dolo o colpa grave (non più, quindi, se conseguente a semplice colpa lieve)²⁶⁸.

comma 2° della Costituzione"; LILLO, *La responsabilita' amministrativa tra discrezionalità e merito*, in *Giur.it.*, 2006,1064; ASTEGIANO, *Gli illeciti degli amministratori e dei dipendenti degli enti pubblici economici: dal giudice ordinario al giudice contabile*, in *Giur. It.*, 2004, 10; MERCATI, *Responsabilita' amministrativa e principio di efficienza*, Torino, Giappichelli, 2002, 267 ss.; BRIGUORI - LAINO - GRASSO, *La responsabilita' per danno erariale*, Milano, 2006 2ss; BRIGUORI, *Verso la giurisdizione esclusiva per "blocchi" del giudice contabile- singolare parallelismo tra il D.L.gs. 80/98 e le Sezioni Unite*, in *Dir. e Giust.*, 2004, n.5; TENORE, *La nuova Corte conti: responsabilita', pensioni, controlli*, Milano, 2004, 16 ss.; SCHLITZER, *L'evoluzione della responsabilita' amministrativa*, Milano, 2002; STADERINI - SILVERI, *La responsabilita' nella pubblica amministrazione*, Padova 1998, 122 ss.; ORICCHIO, *La giustizia contabile*, Napoli, 2001, 147 ss; CAROSELLI, *La responsabilita' amministrativa degli amministratori di societa' a partecipazione pubblico locale e degli amministratori e dipendenti di enti pubblici economici*, in *www.dirittodeiservizipubblici.it*.

²⁶⁸ La responsabilita' civile si configura come il dovere di risarcire il danno arrecato per la lesione della sfera giuridica di altro soggetto. Innanzitutto per responsabilita' civile si intende la responsabilita' regolata dal diritto privato, e cioe' dagli artt. 2043 ss. c.c. (Titolo IX, *Dei fatti illeciti*). In questo senso la responsabilita' civile si contrappone a quella penale ed a quella amministrativa. La responsabilita' c.d. «civile» e' una responsabilita' extracontrattuale. Con cio' si vuol tradizionalmente dire che la r.c. riguarda soggetti che non sono parti di un contratto. Cio' non significa che le parti di un contratto non possano incorrere *anche* in una responsabilita' extracontrattuale. Significa che in linea di principio si traccia una linea che separa responsabilita' contrattuale ex artt. 1218 ss. c.c. da quella extracontrattuale ex 2043 ss. c.c. Si tratta di due *tipi* diversi di responsabilita', per quanto simili essi possano essere in pratica: la prima derivante dall'inadempimento di un contratto, la seconda *indifferente* alla presenza o meno di un contratto fra danneggiato e danneggiante. Vastissima e' la letteratura in materia di responsabilita' civile, in termini esemplificativi e riepilogativi si segnalano: INZITARI, PICCININI, *La responsabilita' civile. Casi e materiale*, Milano, 2009, 2 ss; GIUDICI, *La responsabilita' civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 214 ss; MONATERI, *La responsabilita' civile*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da SACCO, Torino, 1998, 274, nt. 1.; FRANZONI, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, 1993; BIANCA, *Diritto civile, La responsabilita'*, Milano, 1994, 2 ss; MONATERI, voce *Responsabilita' civile*, in *Dig disc. priv.*, 1998; BUSNELLI, «*Illecito civile*», in *Enc. giur.*, XV, Roma, 1989, e l'aggiornamento del 1991; nonche', sempre nell'*Enc. giur.* del 1991, la voce «Responsabile civile» curata da VANNI, e le voci «Responsabilita' civile» dovute a CORSARO, per quanto

attiene al diritto civile, a GARRI per quel che concerne i dipendenti pubblici, e CASSETTA per quanto riguarda la responsabilità della pubblica amministrazione. Ivi si trovano pure le voci sulla responsabilità oggettiva dovute a FORCHIELLI e CASTRONOVO. A conferma del ricorso all'impianto dell'illecito civilistico per la prova della responsabilità amministrativa e contabile si richiamano alcune significative pronunce : Tar Perugia Umbria sez. I, 09.03.2012, n. 80 in *Foro amm.* TAR 2012, 3, 778, per il quale "non è asseverabile la domanda risarcitoria correlata ad un puro danno da ritardo nell'azione amministrativa, ove manchi la concreta prova dei suoi presupposti, fra cui in primis la presenza di tutte le condizioni per l'emanazione dei provvedimenti omessi, del suo ammontare (per lucro cessante e danno emergente dimostrati con fatture, quietanzate, conteggi comparativi ecc.) nonché di un ben individuato nesso causale; infatti, il danno da ritardo ha natura aquiliana (art. 2043 c.c.) e non può essere presunto o ipotetico, ma va rigorosamente provato in tutti suoi elementi ex art. 2697 c.c."; Tar Bari Puglia sez. II, 01.03.2012, n. 479, in *Foro amm.* TAR 2012, 3, 946, per il quale "innanzi al giudice amministrativo la domanda di risarcimento dei danni è regolata dal principio dell'onere della prova di cui all'art. 2697 c.c., in base al quale chi vuole far valere un diritto in giudizio deve far valere i fatti che ne costituiscono il fondamento. Il risarcimento non è, infatti, una conseguenza automatica dell'annullamento giurisdizionale del provvedimento illegittimo, richiedendosi che venga allegata e provata dal danneggiato, oltre alla lesione della situazione soggettiva di interesse tutelata dall'ordinamento, la sussistenza di un danno ingiusto, del nesso causale tra condotta ed evento, nonché la colpa o il dolo dell'Amministrazione, trattandosi di fattispecie risarcitoria per fatto illecito ex art. 2043 c.c.. Tuttavia, l'accertata illegittimità dell'azione amministrativa che integra solo uno degli elementi costitutivi del fatto illecito ex art. 2043 c.c., produce effetti riflessi anche sulla distribuzione dell'onere della prova, nel senso che sollecita l'Amministrazione convenuta a sottoporre al giudice del risarcimento concreti elementi di giudizio atti a dimostrare l'assenza di colpa, nonostante l'accertata illegittimità della propria condotta. In tale direzione si muove anche l'art. 30 del nuovo c.p.a. che, non limitandosi ad una disciplina puramente processuale dell'azione risarcitoria, ha di fatto dettato un nuovo statuto sostanziale della fattispecie «risarcimento del danno da attività provvedimentale», in particolare con riferimento all'elemento soggettivo dell'illecito. Ha invero individuato, quale presupposto del rimedio avverso i danni da attività provvedimentale (o da mancato esercizio di quella obbligatoria), la sola illegittimità dell'atto (o del silenzio) ex art. 30 comma 2, c.p.a., non anche l'elemento psicologico, al quale fa invece riferimento nella seconda parte del comma 3, a proposito dei criteri di quantificazione dei danni stessi"; Tar Bari Puglia sez. II, 03.11.2011, n. 1673, in *Foro amm.* TAR 2011, 11, 3613, secondo il quale "Il fatto che l'art. 2 bis, l. n. 241 del 1990 contempli il ritardo nella conclusione del procedimento quale fonte di responsabilità per l'Amministrazione, non esime il danneggiato dal dimostrare la sussistenza di tutti gli elementi costitutivi della responsabilità ex art. 2043 c.c., in particolare, il ritardo dell'azione amministrativa non dimostra, di per sé, l'esistenza ontologica di un danno collegato ad esso ritardo né la colpa dell'Amministrazione"; Cass. 28.10.2011, n. 22508, in *Giust. civ. Mass.* 2011, 11, 1544, per la quale "in tema di responsabilità civile della P.A., l'ingiustizia del danno non può considerarsi in re ipsa nella sola illegittimità dell'esercizio della funzione amministrativa o pubblica in generale, dovendo, invece, il giudice procedere, in ordine successivo, anche ad accertare se: a) sussista un evento dannoso; b) l'accertato danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su di un interesse rilevante per l'ordinamento (a prescindere dalla qualificazione formale di esso come diritto soggettivo); c) l'evento dannoso sia riferibile, sotto il profilo causale, facendo applicazione dei criteri generali, ad una condotta della P.A.; d) l'evento dannoso sia imputabile a responsabilità della P.A., sulla base non solo del dato obiettivo dell'illegittimità del provvedimento, ma anche del requisito soggettivo del dolo o della colpa. (Nella specie la S.C. ha cassato la sentenza impugnata emessa dal giudice di pace, affermando che questi, ricollegando il risarcimento del danno per illegittima sospensione della patente di guida al solo elemento obiettivo della illegittimità dell'ordinanza, in difetto di allegazione e prova in relazione all'elemento soggettivo della P.A. e ai concreti profili di danno effettivamente patito, aveva violato i principi informativi della materia)"; Cass. 27.05.2009, n. 12282 in *Giust. civ. Mass.* 2009, 5, 840, per la quale "nel caso in cui venga introdotta, avanti al giudice ordinario, una domanda risarcitoria, ai sensi dell'art. 2043 c.c., nei confronti della P.A. per illegittimo esercizio di una

L'attività amministrativa che conduce alla stipula di un contratto derivato è pur sempre discrezionale quanto all'an e, parzialmente, al quando, ma vincolata quanto al *quomodo*: dovendo il responsabile dell'Ente Locale attenersi rigorosamente allo schema tipo di contratto derivato, secondo le indicazioni fornite dal Ministero dell'economia e finanze.²⁶⁹

Una responsabilità si potrebbe, pertanto, configurare nell'ipotesi in cui l'amministratore pubblico stipuli un contratto difforme dallo schema tipo approvato dal Ministero riuscendo, al contempo, a sfuggire all'attività di controllo preventivo demandata allo stesso, non trasmettendo copia del contratto negoziato che andrebbe concretamente

*funzione pubblica, il giudice deve procedere, in ordine successivo, alle seguenti indagini: a) in primo luogo, deve accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) deve, poi, stabilire se l'accertato danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su di un interesse rilevante per l'ordinamento (a prescindere dalla qualificazione formale di esso come diritto soggettivo); c) deve, inoltre, accertare, sotto il profilo causale, facendo applicazione dei criteri generali, se l'evento dannoso sia riferibile ad una condotta della P.A.; d) infine, deve verificare se detto evento dannoso sia imputabile a responsabilità della P.A., considerando che tale imputazione non può avvenire sulla base del mero dato obiettivo dell'illegittimità del provvedimento, richiedendosi, invece, una più penetrante indagine in ordine alla valutazione della colpa che, unitamente al dolo, costituisce requisito essenziale della responsabilità aquiliana. (In applicazione di tale principio, la S.C., ha cassato con rinvio la sentenza impugnata che aveva omesso, ai fini dell'accoglimento della domanda risarcitoria formulata sulla scorta di un interesse pretensivo al conseguimento di un'autorizzazione commerciale, nella specie negata, di procedere - sul piano oggettivo-causale - al giudizio prognostico circa la fondatezza o meno dell'istanza di parte, da condurre in relazione alla normativa applicabile, e di compiere, sul piano soggettivo, il doveroso controllo sull'imputazione almeno colposa della condotta del pubblico funzionario, non avendo ritenuto, invece, sufficiente, per l'affermazione della responsabilità risarcitoria dell'ente comunale, l'intervenuto annullamento del diniego del nulla-osta presupposto in sede di giurisdizione amministrativa)"; Cass.15.02.2007, n.6005, in Giust. civ. Mass. 2007, 3. Si veda per quanto riguarda il profilo delle responsabilità civili nelle società di capitale pubbliche: BUCCARELLI, *Il sistema delle responsabilità amministrative e civili nelle società di capitale pubbliche*, op.cit., in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 403.*

²⁶⁹ Si rinvia al paragrafo 2.1 del secondo capitolo in merito allo "Schema di regolamento ministeriale di attuazione dell'articolo 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, come sostituito dall'articolo 3 della legge 22 dicembre 2008, n. 203".

a concludere²⁷⁰. In questo caso, però, il contratto sarebbe **inefficace per legge**, poiché la conformità allo schema tipo e la trasmissione preventiva prima della stipula costituiscono, oggi, condizione di efficacia dei contratti. Pertanto, il danno in capo all'ente locale sarebbe molto limitato. Nulla potrebbe richiedere l'intermediario all'ente locale.

Il danno arrecato all'ente potrebbe consistere nelle sole spese legali necessarie per l'accertamento in sede giudiziaria dell'inefficacia del contratto²⁷¹.

Ben diversa è l'ipotesi in cui l'amministratore pubblico dichiara erroneamente o falsamente di possedere le necessarie competenze

²⁷⁰ Cfr. FANTETTI, *L'annullabilità in autotutela dei contratti derivati*, op.cit., in *La Resp. civile*, 2012, 58; MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 05, 604; FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici in strumenti finanziari derivati*, op.cit., in *La Resp. civile*, 2010, 740 ss.; SANGIOVANNI, *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, op.cit., in *Le Società*, 2010, 32,ss. L'A., sia pure con riferimento a società private, osserva che "il legislatore (cfr. l'art. 6, comma 2, TUF) persegue l'obiettivo di tutelare l'investitor edebole, risultato che viene conseguito imponendo all'intermediario finanziario di fornire al cliente tutte le informazioni necessarie per effettuare un investimento consapevole nonché di adottare tutti gli altri presidi comportamentali e organizzativi idonei a tale scopo. Se Tizio non è esperto conoscitore dei mercati finanziari, non può effettuare investimenti irragionevoli. Il fatto che firmi una dichiarazione in cui autocertifica competenze ed esperienze inesistenti non può far venir meno la tutela di cui egli deve godere. In altre parole, non può essere l'investitore che «auto»-determina il livello di protezione di cui ha bisogno, ma è l'ordinamento che garantisce agli investitori che -oggettivamente- hanno scarsa competenza ed esperienza un livello di tutela più elevato. Una soluzione diversa finirebbe per svuotare di contenuti buona parte della disciplina (cogente!) dell'intermediazione finanziaria. E', pertanto, ragionevole assumere che l'intermediario finanziario (e poi, se si giunge a una controversia, il giudice) sia chiamato a condurre, di volta in volta, un'indagine in merito alla reale competenza ed esperienza della società con cui contratta. Se risulta che tale soggetto possiede effettivamente una specifica competenza ed esperienza, ci si trova di fronte a un operatore qualificato. Laddove, invece, risultasse l'assenza di competenza ed esperienza, il soggetto non può essere ritenuto operatore qualificato, qualunque contenuto abbiano le dichiarazioni che rilascia"; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op. cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 16 ss. L'argomento risulta strettamente connesso con la problematica relativa alla nozione di operatore qualificato alla cui lettura si rinvia e sul punto si segnala ancora PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, op.cit., in www.dirittobancario.it-ottobre2012.

²⁷¹ Così, PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op. cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 16 ss.

tecniche per valutare la convenienza dell'operazione finanziaria e, conseguentemente, addivenga alla stipula del contratto derivato con l'intermediario, senza il ricorso ad un *advisor* esterno.

In questo caso, l'amministratore pubblico potrebbe essere chiamato a rispondere dei danni provocati alle casse dell'ente locale, a seguito della sottoscrizione di un contratto derivato economicamente non conveniente e senza la necessaria consulenza di un *advisor* competente.

Al fine di meglio comprendere quest'ultimo aspetto, e' opportuno segnalare una recente e significativa sentenza della Corte dei Conti che fornisce un quadro molto chiaro dell'attuale situazione in cui versano gli enti locali.

Preliminarmente si rammenta che la specifica competenza dell'esame delle posizioni assunte dagli enti territoriali rispetto alle operazioni finanziarie contenute nei contratti stipulati con gli intermediari finanziari è stata devoluta alla magistratura contabile e recentemente riaffermata dagli art.1, commi 736 e ss., della L.27 dicembre 2006, n.296 (Legge finanziaria per il 2007) e, successivamente, dall'abrogato art.1, commi 382 e ss, L.24 dicembre 2007, n.244 (Legge finanziaria per il 2008), costituendo essa una delle diverse forme in cui può articolarsi un controllo di tipo "*finanziario*", da esercitarsi a garanzia e tutela dell'unità economica e del coordinamento della finanza

pubblica, in posizione di neutralità e di indipendenza, quale Organo espressione della Repubblica²⁷².

²⁷² Sulle attribuzioni della Corte dei conti si rinvia all'ampio contenuto del sito www.corteconti.it "Le funzioni di controllo della Corte dei conti" in cui si legge "Nelle relazioni tra enti ed organi amministrativi può essere necessario un riesame di un singolo atto amministrativo o dell'attività amministrativa nel suo complesso da parte di un altro organo. Il controllo di legittimità serve ad assicurare che un atto o un'attività siano conformi alla legge. Il controllo sulla gestione serve invece a verificare l'efficacia, l'efficienza e l'economicità dell'azione amministrativa rispetto agli obiettivi posti dalla legge. La Corte dei conti in base alla Costituzione (art. 100) svolge: • un controllo preventivo di legittimità sugli atti del governo; • un controllo successivo sulla gestione del bilancio dello Stato; • un controllo sulla gestione finanziaria degli enti cui lo Stato contribuisce in via ordinaria. Si tratta di un controllo esterno e neutrale svolto in posizione di assoluta imparzialità rispetto agli interessi di volta in volta perseguiti dal governo o dall'amministrazione. Accanto a dette funzioni, individuate in modo diretto dall'art. 100 della Costituzione, ve ne sono altre, introdotte da leggi ordinarie, che trovano il loro fondamento costituzionale nell'art. 97 della Costituzione (principio del buon andamento degli uffici pubblici), nell'art. 81 (rispetto degli equilibri di bilancio) e nell'art. 119 (coordinamento della finanza pubblica). In particolare, la legge 14 gennaio 1994 n. 20 ha attuato una riforma completa delle funzioni di controllo della Corte dei conti, riducendo il numero degli atti sottoposti al controllo preventivo di legittimità ed introducendo una nuova forma di controllo successivo sulla gestione del bilancio e del patrimonio delle amministrazioni pubbliche, nonché sulle gestioni fuori bilancio e sui fondi di provenienza comunitaria, improntata ai parametri di economicità ed efficacia che debbono sempre ispirare l'azione amministrativa (legge 7 agosto 1990 n. 241). Altre leggi sono intervenute attribuendo alla Corte dei conti importanti funzioni di controllo/referto quali: • il controllo sulla copertura finanziaria delle leggi di spesa (art. 17 della legge 31 dicembre 2009 n. 196); • referti speciali (esempio referto sul costo del lavoro pubblico ed altri referti speciali); • certificazione dell'attendibilità dei costi quantificati e la loro compatibilità con gli strumenti di programmazione e bilancio finanziario dei contratti collettivi nazionali di lavoro (art. 47 del decreto legislativo 31 marzo 2001, n. 165 e successive modificazioni); • referti sulla finanza regionale e locale. In sintesi, fra i controlli svolti dalla Corte dei conti possono distinguersi tre principali tipologie: • il controllo preventivo di legittimità su atti; • il controllo successivo sulla gestione delle amministrazioni pubbliche; • il controllo economico/finanziario con funzione referente". Sulla vasta letteratura in materia si segnalano: CASETTA, *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2010, 244; TENORE (a cura), *La nuova corte dei conti: responsabilità, pensioni, controlli*, Milano 2008, 2 ss; CERULLI IRELLI, *Sulla funzione di controllo della Corte dei Conti in Enti locali e sistema dei controlli* a cura di FARNETI - POZZOLI, Milano 2007, 41; CHIAPPINELLI, *Raccordi tra controlli interni ed esterni e coordinamento della finanza pubblica nell'evoluzione dell'ordinamento: contributo ad una ricostruzione sistematica*, in *Rivista della Corte dei Conti*, 2007 e in www.rivistacorteconti.it; CERULLI IRELLI, *La posizione costituzionale della Corte dei Conti tra funzione di controllo e giurisdizione* in *Responsabilità amministrativa e giurisdizione*-Atti del LI convegno di studi di scienza dell'amministrazione-Varenna Milano, 2006, 403; PINELLI, *Quali controlli per gli enti locali dopo la riforma del Titolo V della Costituzione*, in *Le Regioni* 2005, 165; GUCCIONE, *Corte dei Conti Voce*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, 1998; D'AURIA, *I nuovi controlli della Corte dei Conti davanti alla Corte costituzionale*, in *Foro It.* 1996, I, 1158; PEREZ, *Il nuovo sistema dei controlli sulla spesa pubblica e il ruolo della Corte dei Conti* in *Nuovo sistema di controlli sulla spesa pubblica*, Atti del Convegno della Banca d'Italia, Perugia 9- 10.6.1994, Roma, 1995, 405; BERTI, *Trasformazioni del controllo della Corte dei Conti (sentenza n.29/95 della corte costituzionale)*, in *La Corte dei Conti oggi* Atti della tavola rotonda, Milano, 1995, 13; CAPUTI JAMBRENGHI, *La nuova Corte dei Conti e l'ordinamento comunitario del controllo sulla spesa pubblica tra efficienza e garantismo*. Atti del convegno di studi Bari 1994, Milano, 1995, CHIESA, *Corte dei Conti*, in *Enciclopedia del Diritto*, X, Milano, 1962, 857. Si vedano questi recenti contributi che si occupano dell'azione del P.M

6.- Gli orientamenti della Giurisprudenza ordinaria

In tema di responsabilità degli amministratori pubblici ci pare interessante segnalare alcune recenti decisioni della giurisprudenza di merito che negli ultimi anni è decisamente cresciuta.

- Tribunale di Rimini 12 Ottobre 2010,n.1523

La prima decisione è stata emessa alla fine del 2010 dal Tribunale di Rimini all'esito di una complessa causa avviata dal Comune di Rimini contro alcuni istituti bancari, avente ad oggetto contratti derivati stipulati dal Comune²⁷³.

contabile. BUCCARELLI, *Il sistema delle responsabilità amministrativa e civile nelle società di capitale pubbliche*, in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 410 e 440 il quale osserva "come l'atipicità del danno erariale, insieme alla atipicità del soggetto danneggiante in ragione del carattere descrittivo assunto dal concetto di rapporto di servizio, aprono ambiti di azione estremamente ampi nella giurisdizione della Corte dei conti"; MIELE, *La responsabilità contabile concorrente degli amministratori delle società partecipate in caso di insolvenza*, in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 450 ss.

²⁷³ Trib. Rimini, 12.10.2010, in *Corriere del merito*, 2011, 137 e www.ilcaso.it Cfr. sull'argomento i commenti SANGIOVANNI, *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, in *Corriere del merito*, 2011, 2, 139. L'A. osserva che "il Tribunale di Rimini sancisce la nullità del contratto-quadro per inosservanza del requisito di forma scritta di cui all'art. 23 TUF. Tale autorità giudiziaria si chiede poi quali siano le conseguenze della nullità del master agreement sulle operazioni d'investimento poste in essere dall'intermediario finanziario sulla base di tale contratto. Al riguardo, - l'autore evidenzia che- bisogna ricordare che l'art. 30, comma 1, reg. Consob n. 11522/1998 prevedeva che "gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto". La nullità (ossia la mancanza giuridica del contratto-quadro) rende illegittima l'attività dell'intermediario finanziario. La banca non può prestare i servizi d'investimento. Ne consegue che le operazioni finanziarie compiute in attuazione del contratto-quadro nullo sono a loro volta nulle e improduttive di effetti. Se il contratto-quadro è nullo, vengono travolte tutte le operazioni successive. Al riguardo è interessante osservare che **potrebbe capitare nella prassi che l'investitore non intenda far venire meno tutte le operazioni compiute, ma solo alcune di esse**. Può cioè succedere che alcune operazioni si siano rivelate fruttuose, mentre altre in perdita. Ad esempio un investitore potrebbe avere un portafoglio composto, si immagini, di quattro investimenti, di cui tre positivi e uno solo negativo. Se il cliente eccepisce la nullità del contratto-quadro, manca la legittimazione al compimento di tutte le operazioni e dunque anche di quelle che sono vantaggiose per l'investitore. Sotto questo profilo l'obiezione che manca il contratto-quadro deve essere ben soppesata dagli avvocati degli investitori. Essa ha senso quando tutte le operazioni poste in essere si sono rivelate negative. Altrimenti l'investitore rischia di dover restituire all'intermediario i proventi di buoni investimenti. Il cliente che vuole togliere di mezzo un'unica operazione finanziaria, deve concentrare le proprie obiezioni su di essa. Si tratterà pertanto,

La vicenda giudiziaria trae origine dalla stipulazione, tra l'anno 2001 e l'anno 2003, di tre contratti derivati, e precisamente di tre *interest rate swap*. Prima di stipulare i contratti derivati, il Comune di Rimini aveva bandito una gara per l'individuazione di un *advisor* a cui affidare il compito di supportare l'Ente nella definizione delle strategie di ristrutturazione dell'indebitamento del Comune. L'istituto bancario risultato affidatario dell'incarico di *advisor*, in sede di consulenza svolta a favore del Comune, aveva consigliato a quest'ultimo la stipulazione, a più riprese, di tre contratti derivati (a diversa scadenza: 2007, 2011 e 2015, alcuni dei quali peraltro rinegoziati in costanza di rapporto contrattuale), con tre diversi istituti di credito. Il "portafoglio derivati"

normalmente, di contestare la violazione di una qualche norma di comportamento nella prestazione dei servizi d'investimento esattamente con riferimento a tale operazione. In questo contesto non si deve però dimenticare che la nullità del contratto-quadro per difetto di forma è una nullità relativa, che può essere fatta valere solo dall'investitore (art. 23, comma 3, TUF). Il cliente riceve pertanto tutela anche sotto questo profilo, nel senso che non è esposto a possibili domande riconvenzionali dell'intermediario. Recentemente il Tribunale di Brescia ha affermato che la nullità delle operazioni effettuate sulla base di un contratto-quadro nullo può essere fatta valere soltanto dall'investitore; deve pertanto essere respinta la domanda riconvenzionale dell'intermediario volta a ottenere la restituzione dei profitti derivanti all'investitore da operazioni compiute in assenza di valido contratto"; TRUDU, Gli elementi formali del contratto possono salvare gli enti dagli swap, in Azienditalia - Fin. e Trib., 2011, 1, 25. L'A. osserva come che "il Tribunale dichiarando la nullità del master agreement chiarisce che la patologia dell'atto si trasmette a tutte le successive confirmation (Irs sottoscritti). Ciò ha, ovviamente, come conseguenza che nessuno degli atti negoziali ha prodotto i suoi effetti e che i tutti i flussi finanziari positivi e negativi in capo al Comune devono essere neutralizzati. Effettuate tutte le compensazioni tra Irs in guadagno e Irs in perdita, ciò ha comportato che l'istituto bancario debba restituire al Comune di Rimini circa 640 mila euro oltre al pagamento delle spese processuali. nel caso in esame gli elementi a cui il comune poteva appellarsi per ottenere l'annullamento del contratto erano tanti. Alcuni, come visto, di carattere più generale erano connessi a questioni già affrontate anche dalla giurisprudenza della Cassazione, altri legati ad aspetti più specifici del caso in esame erano connessi all'estrema superficialità con cui molti intermediari finanziari si sono interfacciati con comuni e province durante la breve stagione del boom derivati negli enti locali. In ogni caso è opportuno che tutti gli enti che si trovano in difficoltà per Irs sottoscritti alcuni anni fa e che oggi sono fortemente in perdita, procedano a una verifica delle formalità seguite per la sottoscrizione e valutino se sia opportuno avviare una causa per giungere alla dichiarazione di nullità del contratto. Non è detto che si vinca ma le spese legali o di consulenza da affrontare, pur se elevate, potrebbero essere poca cosa se confrontate con le perdite che semestralmente si abbattano sui bilanci degli enti".

del Comune di Rimini, lungi dal produrre gli auspicati effetti positivi sull'indebitamento dell'Ente, aveva invece fatto registrare flussi differenziali complessivamente **negativi** a sfavore dell'Ente.

Il Tribunale ha accolto le domande del Comune di Rimini, dichiarando la nullità dei contratti derivati come effetto della presupposta **nullità del contratto quadro di negoziazione** (ossia di un contratto-base la cui sottoscrizione in forma scritta è normativamente imposta ancor prima della sottoscrizione dei singoli contratti derivati), stante l'omessa sottoscrizione del medesimo contratto da parte della banca.

Secondo il tribunale riminese *“il contratto quadro assicura, essenzialmente, la trasmissione di informazioni essenziali che ineriscono la corretta esecuzione delle prestazioni attinenti all'attività di intermediazione finanziaria; tali informazioni sono volte, per la gran parte, a tutelare il contraente ontologicamente più debole”*.

Lo stesso Tribunale ha altresì ravvisato la nullità dei contratti derivati quale effetto della avvenuta stipulazione del suddetto contratto quadro di negoziazione **“fuori sede”** (ossia fuori dai locali commerciali della banca, nel caso di specie presso la sede del Comune). In tali casi la norma di cui all'art.30, 6° co del T.U.F prevede che il contraente sia informato per iscritto della possibilità di recedere entro sette giorni dal contratto sottoscritto fuori sede e che l'omissione di tale avviso -

ravvisabile nel caso di specie – sia causa di nullità del contratto²⁷⁴.

²⁷⁴ Con ordinanza interlocutoria del 21.06.2012, n.10376, la I^a Sezione Civile della Suprema Corte di Cassazione ha rimesso la questione relativa all'ambito applicativo dell'art. 30, comma VI e VII D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), che prevede il c.d. diritto di ripensamento nei "contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali" conclusi fuori sede, al Primo Presidente affinché disponga l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, tenuto conto della importanza particolare della questione prospettata. Per la Suprema Corte " *e' questione alquanto discussa nell'attuale diritto vivente e di particolare importanza quella relativa all'ambito di applicazione del diritto di recesso del cliente ex art. 30 TUF, se lo stesso cioè si ponga limitatamente a singoli, specifici servizi, precisamente individuati o se, per contro, sia espressivo di una regola generale, riferibile anche alle singole operazioni di investimento, per le quali è necessario un ordine del cliente sotto forma di negoziazione o trasmissione i ricezione ordini, e sempre che si tratti di operazione «fisicamente» stipulata fuori dalla sede legale dell'intermediario. Tale questione va perciò rimessa al giudizio delle Sezioni Unite*". Sulla problematica affrontata dai giudici di legittimità nell'ordinanza in commento, si registra, nell'ultimo decennio, un elevato numero di pronunce di merito dalle quali emerge una varietà di orientamenti diversi sull'interpretazione, ora restrittiva, ora estensiva, della nozione di "contratto di collocamento di servizi finanziari", cui fa riferimento il citato articolo 30. La Corte di Cassazione si era già occupata della medesima questione in due pronunce (Cass. n. 2065 del 2012 e Cass. n. 1584 del 2012), nelle quali si affrontava con puntualità ed efficacia tale problematica. Tuttavia, il Supremo Collegio, con l'ordinanza in commento, ha ritenuto opportuno rimettere la questione "di massima e di particolare importanza" alle Sezioni Unite, sollecitando un intervento dirimente al giudice della nomofilachia e porre, così, termine al travagliato iter applicativo della controversa nozione di "contratti di collocamento". Nella sentenza del 03.02.2012, n. 1584 in www.ilcaso.it, la Corte di cassazione aveva statuito che "e' nullo il contratto stipulato tra il privato e la banca (nella specie costituente un piano finanziario con erogazione di un mutuo, l'utilizzo della somma mutuata per l'acquisto di obbligazioni e di una quota di un fondo comune di investimento, la costituzione in pegno in favore della banca, a garanzia della restituzione del mutuo, delle obbligazioni e della quota acquistate e l'accensione di un conto deposito titoli e di un conto corrente), qualora sottoscritto al di fuori dei locali dell'istituto di credito. A fronte della contestazione all'uopo formulata dal privato, sorretta da adeguati elementi probatori, incombe sull'istituto di credito fornire prova contraria e dunque che il contratto sia stato sottoscritto presso i suoi uffici. Un piano finanziario con erogazione di un mutuo, con previsione dell'utilizzo della somma mutuata per l'acquisto di obbligazioni e di una quota di un fondo comune di investimento, con costituzione in pegno in favore della banca, a garanzia della restituzione del mutuo, delle obbligazioni e della quota acquistate e contestuale accensione di un conto deposito titoli e di un conto corrente, sul quale regolare la restituzione rateale del mutuo, si risolve in una combinazione di contratti aventi ad oggetto obbligazioni e quote di fondi comuni di investimento che dà vita ad una complessiva fattispecie negoziale autonoma, riconducibile alla categoria degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, D.lgs. n. 58 del 1998 (TUF) ed assoggetta alla relativa disciplina, anche per quanto riguarda l'offerta fuori sede di cui all'art. 30 del medesimo decreto ed, in particolare, l'obbligo a pena di nullità del contratto, di indicare nei moduli o formulari la facoltà di recesso". Per quanto riguarda la giurisprudenza di merito si segnalano: Trib. Roma, 8.06.2009, in www.ilcaso.it, per il quale "e' nullo per difetto di forma il piano finanziario (nella specie denominato "Visione Europa") che non preveda la clausola di recesso prescritta per le offerte fuori sede dall'art. 30 del d.lgs. n. 58/1998. Deve, infatti, considerarsi a tal fine insufficiente, il rinvio al prospetto informativo delle quote del fondo investimento nel quale detta clausola di recesso è inserita, sia perché il prospetto è un atto esterno al contratto, sia perché in tal modo la clausola di recesso è riferibile alla sola sottoscrizione di fondi comuni e non, come dovrebbe essere in considerazione del collegamento negoziale tra i vari contratti, all'intero piano finanziario"; Trib. Torino, 18.09.2007, in www.ilcaso.it, per il quale "la nullità relativa prevista nella fattispecie

dell'offerta fuori sede dall'art. 30, comma 7, d. lgs. n. 58/98, per l'omessa indicazione nel contratto della facoltà di recesso opera solo nell'ipotesi di collocamento di strumenti finanziari e di gestione di portafogli". Trib. Forlì, 13.01.2009, in *www.ilcaso.it*, per il quale "l'art. 30 del T.U.F. disciplina in maniera unitaria l'offerta fuori sede di tutti i servizi di investimento previsti dall'art. 1, comma 5, e prevede, al sesto comma, uno *ius poenitendi* applicabile ad ogni forma di vendita di titoli mobiliari e non solo al collocamento fuori sede di strumenti finanziari. La ratio della norma in questione, al pari di tutte le altre norme nazionali adottate per dare attuazione alla direttiva europea 20 dicembre 1985 (85/577CEE) è quella di tutelare il consumatore contro il rischio derivante dalla conclusione di contratti fuori dei locali commerciali e di garantirgli la facoltà di liberarsi dall'impegno, già assunto o in corso di formazione, in un congruo *spatium deliberandi*"; Appello Trento, 5.02.2009, in *www.ilcaso.it* per il quale "l'eventuale nullità di un contratto di swap concluso fuori sede per mancanza dell'indicazione del diritto di recesso di cui all'art. 30 del T.U.F., travolge anche i successivi contratti di swap stipulati allo scopo di far fronte alle passività generate dai precedenti rapporti, dovendosi ritenere in tal caso sussistente un collegamento negoziale dovuto al nesso teleologico che lega i vari negozi ove la cessazione del precedente dipenda strettamente dalla stipula del successivo"; Trib. Milano, 04.04.2007, in *www.ilcaso.it* per il quale "e' nullo l'acquisto di prodotti finanziari (nella specie obbligazioni Cirio) effettuato con ordine di negoziazione conferito per il tramite di promotore finanziario presso il domicilio dell'investitore ove manchi la menzione della facoltà di recesso prevista dall'art. 30 Dlgs 58/98"; Trib. Rimini, 18.12.2006, in *www.ilcaso.it* secondo cui "e' nullo il contratto di collocamento fuori sede di strumenti finanziari ove la clausola che consente al cliente il recesso nei sette giorni dalla sottoscrizione (art. 30 d. lgs. n. 58/98) non si ponga come oggetto di informazione chiara ed evidente". Diverso orientamento esprime Trib. Genova, 16.01.2007, in *www.ilcaso.it*, per il quale "il contratto di negoziazione di strumenti finanziari non è stato considerato nullo in quanto non riconducibile ai contratti previsti dall'art. 30, comma 6°, t.u.f., ossia di collocamento, caratterizzati dall'offerta ad un pubblico indeterminato, e di gestioni di portafogli, ma appunto di negoziazione a seguito di ordini. Con essi non appare compatibile del resto la previsione di una efficacia sospesa e differita per un così ampio lasso di tempo di sette giorni, altrimenti arrivando all'assurdo di un possibile recesso anche laddove un ordine di acquisto fosse impartito con modalità non scritte, per esempio per telefono. Il sistema in definitiva per il giudice si impenna su ipotesi tassative di nullità, non prevista per il contratto di specie; nella stessa direzione v. Trib. Parma, 14.05.2007, in *www.ilcaso.it*; App. Brescia, 24.09.2007, in *www.ilcaso.it*. Ad una posizione intermedia accede infine Trib. Siena, 27.09.2006, in *www.ilcaso.it*, per il quale, pur in una interpretazione ampia a tutela degli investitori, considerando compatibile il periodo di moratoria anche con gli ordini di acquisto e vendita di strumenti finanziari, e con tutte le possibili offerte che il promotore effettui fuori sede, ha tuttavia affermato che la disposizione relativa alla nullità ha una portata effettivamente più ristretta, non comprendendo gli altri servizi di investimento. Il caso riguardava, come puntualizza il giudice, non un collocamento tecnico di titoli, né una vendita di titoli già in possesso della banca intermediaria, né una promozione di un prodotto finanziario della banca medesima, bensì "una negoziazione di titoli [Parmalat] per conto terzi da far confluire in un servizio accessorio (deposito amministrato)". Il giudice non ha pertanto accolto la domanda del cliente relativa alla nullità dell'acquisto con condanna alla restituzione della somma. In dottrina v. DAMBROSIO, *Mancanza di forma ad substantiam ex art. 23 T.U.F.*, in *I Contratti*, 2012, 6,520; SANTOSUOSSO, *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'effetto sorpresa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, II, 773 per il quale "la suddetta disciplina è posta a tutela degli inderogabili interessi degli investitori nei loro rapporti con gli intermediari a garanzia della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, e quindi ha un ampio ambito di applicazione: riguarda tutti i contratti anche di negoziazione di strumenti finanziari, sino a qualsiasi contratto di vendita, conclusi fuori sede. Da tale assunto deriva la nullità dei contratti e degli atti di esecuzione per difetto di forma"; GABRIELLI e LENER, (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, I, Torino, 2004, 1031; AMOROSINO e RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, 147 ss.; CENDON (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, 2004,

Sul punto la sentenza effettua una importante precisazione: le prescrizioni sulla negoziazione “fuori sede” trovano applicazione per gli investitori che non siano definibili “operatori qualificati” ai sensi della normativa di settore, con conseguente necessità di verificare se il Comune di Rimini possa o debba qualificarsi come tale²⁷⁵. Ebbene, **il Tribunale ha escluso espressamente che l’Ente possa definirsi “operatore qualificato”** valorizzando una dichiarazione scritta a suo tempo resa dal Direttore delle Risorse Finanziarie dell’Ente nella quale era fatto espresso e circostanziato riferimento all’attività di consulenza, in qualità di *advisor* di un Istituto di credito appartenente allo stesso gruppo bancario dell’intermediario.

La peculiarità della vicenda sta nel fatto che il rapporto di consulenza con l’*advisor* appartenente allo stesso gruppo bancario dell’intermediario convenuto in giudizio, era stato stipulato dal Comune solo sette giorni prima dell’operazione di sottoscrizione dei derivati, per cui, il tribunale ha ritenuto che non fosse ipotizzabile che in un lasso di tempo così breve il rapporto di mandato con l’*advisor*

60; SPALLANZANI, *Il collocamento tra il pubblico di prodotti del risparmio gestito*, in *Nuova giur. civ.*, 2002, II, 510.; MAGGI, *sub art. 30*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza, Commentario, * Intermediari e mercati*, Torino, 2002, 271; CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell’offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca borsa tit cred.*, 2001, 770 ss.; ALPA, *Lo “jus poenitendi”*, in BESSONE-BUSNELLI (a cura di), *La vendita “porta a porta”*, Milano, 1992, 143 ss., spec. 147 ss; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, *Le obbligazioni e i contratti*, I, *Obbligazioni in generale. Contratti in generale*, Padova, 1990, 166 ss.

²⁷⁵ SANGIOVANNI, *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, op. cit., in *Corriere del merito*, 2011, 2, 139; TRUDU, *Gli elementi formali del contratto possono salvare gli enti dagli swap*, op cit., in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2011, 1, 25. Si rinvia alla lettura delle note 192) e 195).

avesse consentito all'ente di maturare una specifica competenza e, soprattutto la dichiarata esperienza in materia di investimenti finanziari; e cio', a maggior ragione, trattandosi di un'amministrazione pubblica, che procede per deliberazioni adottate da organi collegiali.

Inoltre l'appartenenza dell'*advisor* allo stesso gruppo bancario dell'intermediario evidenziava una sostanziale identità fra il soggetto esentato dagli obblighi informativi ed il soggetto sul quale l'investitore contava per possedere specifiche informazioni: una situazione questa, ad avviso del Tribunale, da cui non poteva che derivare in capo all'intermediario la conoscenza che il Comune non possedesse in realtà le caratteristiche attestate di operatore qualificato²⁷⁶.

-Tribunale di Milano, 14 aprile 2011, n.5118

Di particolare interesse risulta una decisione emessa dal Tribunale

²⁷⁶ Sul punto cfr. TRUDU, *Gli elementi formali del contratto possono salvare gli enti dagli swap*, op. cit., in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2011, 1, 25. L'A. osserva come "astraendo dalla fattispecie concreta oggetto della pronuncia, il Tribunale conclude richiamandosi a recenti orientamenti della Corte di cassazione (e afferma che la natura di operatore qualificato deve, pertanto riconoscersi in capo ad un soggetto quando sussistono due requisiti: uno di natura formale, costituito dall'espressa dichiarazione di possedere la competenza ed esperienza necessaria alla sottoscrizione di contratti finanziari, e l'altro di natura sostanziale ovvero la reale presenza di competenza ed esperienza nella citata materia. Secondo la Cassazione il mero rilascio della dichiarazione non è assolutamente affermativo della scienza e verità di un fatto obiettivo. Tant'è vero che l'autore della dichiarazione può, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, indicare e provare circostanze specifiche dalle quali desumere due elementi: a) l'insussistenza dei requisiti dichiarati in capo a se stesso o alla propria struttura organizzativa; b) la conoscenza o conoscibilità, da parte dell'intermediario, di tale insussistenza. Nel caso specifico affrontato nella pronuncia il compito dei giudici nell'accertare l'assoluta inconsistenza della dichiarazione è estremamente semplice. Il Comune di Rimini, infatti, dichiara testualmente di possedere «una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari in quanto supportato da una consulenza in qualità di advisor da parte di Unicredit.». Ma il contratto di consulenza in qualità di advisor era stato sottoscritto solo sette giorni prima. Un lasso di tempo nel quale non è pensabile che una qualche nozione di tecnica dei mercati finanziari sia stata acquisita dalla struttura comunale. E questo fatto oltre che all'advisor doveva essere noto anche all'intermediario in quanto i due soggetti appartengono al medesimo gruppo bancario".

civile di Milano nell'aprile del 2011²⁷⁷, nella quale si è affermato, ed è questa la principale novità, che sono da ritenere nulli, per difetto di causa, quei contratti di swap, sottoscritti da Enti pubblici, che alla data della sottoscrizione presentavano un valore di mercato (il Mark to market) negativo e tale sbilanciamento non era stato compensato mediante l'erogazione, da parte della Banca, di un corrispondente premio di liquidità.

Nel caso di specie, il Comune di Ortona, per il tramite del Dirigente preposto, aveva dapprima sottoscritto con la Banca un contratto quadro, avente ad oggetto la successiva conclusione di contratti in strumenti derivati; contestualmente il Dirigente aveva attestato, con propria dichiarazione, che il Comune era da ritenersi un "operatore qualificato", privandolo, in tal modo, implicitamente, di tutta una serie di tutele e garanzie, altrimenti previste dal legislatore²⁷⁸. Successivamente, era

²⁷⁷ Trib. Milano, 14.04.2011, in *I Contratti*, 2011, 761 e *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 6,748 .

²⁷⁸ MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 03, 280. L'A. evidenzia l'importanza della decisione dei giudici milanesi "perchè è dal modo come gli interpreti leggeranno questa sentenza che discenderà la soluzione, in un senso o in un altro, di molti dei problemi che si agitano in materia, non ultimo quello dell'accertamento del primo tra i presupposti dell'iter logico giuridico seguito in Italia dalle Procure della repubblica, e così che, alla stipula, il valore attualizzato delle posizioni dei contraenti, ai tassi (o altre condizioni) correnti di mercato, sia pari a zero (situazione di equilibrio finanziario)....L'affermazione secondo cui il derivato può non essere par, ab initio, appare grave. Essa è in contrasto con quanto si rinviene in numerose fonti ma, soprattutto, lascia scoperto il quesito circa la natura giuridica dell'up front, la cui funzione cesserebbe di essere quella di (bilanciare i flussi futuri previsti e così) di rendere il derivato par. Non solo: lo squilibrio iniziale del derivato, se è favorevole alla banca e non è compensato da un up front, è iscritto a conto economico in conformità ai principi contabili internazionali. Ciò assume rilevanza in sede penale, perché integra un incremento del patrimonio dell'intermediario, contestuale alla conclusione del contratto, idoneo in astratto ad integrare il profitto illecito dell'intermediario, quale elemento materiale che comporta la consumazione del delitto di truffa. Particolare rilevanza assume la precisazione, che si legge in Trib. Milano, 14 aprile 2011, secondo cui lo stesso ««mark to market iniziale (...) non (era) esplicitato nei contratti». Come dire: contratto di investimento, singoli contratti e normativa secondaria delineano i tratti caratterizzanti di un contratto, lo **swap**, incentrato sullo

scambio di differenziali in dipendenza dell'andamento di un sottostante, ma secondo Trib. Milano, 14 aprile 2011 lo scambio non è tale quando i differenziali sono incisi in misura rilevante, sovente preponderante, da elementi che nulla hanno a che fare con l'andamento del sottostante. Sotto questo aspetto la statuizione di Trib. Milano, 14 aprile 2011 è coerente con la posizione dell'EMA (già CESR) secondo cui ««An investment firm acting as principal in relation to a customer order must inform the customer accordingly beforehand and must be in a position to justify the price at which the transaction is executed, with reference to the prices and volumes in the relevant market(s), where appropriate, or the presumed value determined on the basis of objective elements, e.g. mark-to-market»». Si legge nella sentenza milanese che ««un mark to market iniziale negativo, tanto più se non collegato a un corrispondente up front, attribuisce ai contratti in parola una funzione speculativa, in contrasto con la tipologia di contratti derivati rimessi alla possibile stipulazione da parte degli enti locali (...)»»; GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, in Banca, borsa tit. cred., 2011, 6, 794. L' A. compie una puntuale disamina della sentenza, evidenziando le parti che meritano piena adesione laddove, osserva l' A. "correttamente la pronuncia muove dall' assunto per il quale l' accordo contempla espressamente il rischio delle fluttuazioni del fondamentale e la connessa alterazione delle reciproche prestazioni. Come noto altrove, ogni pregressa diatriba circa la natura aleatoria del derivato, con tanto diffusa quanto inutile discettazione circa la normalità o l' illimitatezza del rischio, cessa di produrre alcun utile contributo alla ricerca del vero. È del tutto ovvio e la sentenza precisamente dimostra di condividere l' assunto che la componente aleatoria sia strettamente intrinseca alla struttura dei derivati e compatibile con i reciproci e commutativi impegni, con conseguente, altrettanto ovvia e logica, esclusione del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. Tanto discende, nuovamente, dalla corretta qualificazione strutturale del derivato. Nel momento in cui si assuma, come non può non assumersi, che l' oggetto derivativo consista nello scambio di un differenziale di valore futuro e del tutto incerto, è gioco forza concludere che la componente aleatoria non costituisca affatto un accessorio volontaristico del negozio, bensì vi risulti coesistente. Le parti di un contratto derivato non stipulano nella coscienza di esporsi ad un rischio potenzialmente illimitato, bensì vogliono quel rischio e tale volontà è insita nella scelta stessa di incentrare l' accordo su un differenziale la cui formazione è propriamente determinata dalla (assolutamente incerta) fluttuazione di valore del fondamentale..... In tal senso la pronuncia in commento, richiamandosi a quei principi, offre una puntuale ed irrefutabile esplicitazione della ragione ad essi sottesa, propriamente rammentando che la predeterminazione e la predistribuzione del rischio a carico di un contraente consentirebbe all' altro un perfetto e aprioristico calcolo di costi e benefici e tanto, indubbiamente, demolirebbe la componente aleatoria privando il negozio della sua causa concreta". Più discutibile per l' A, "si rivela, invece, la posizione assunta dai Giudici milanesi su un' altra boilerplate clause della contrattualistica derivativa. Si allude qui alla qualificazione del mark-to-market, tema sul quale per la prima volta la giurisprudenza si esprime in termini espliciti. Il nocciolo del problema è stato già ampiamente enucleato dalla miglior dottrina e si incentra sulla liceità di clausole per la determinazione del valore di MTM che ne demandino la stima allo stesso intermediario. Delega di per sé non scandalizzante ed anzi ammessa, in via generale, dall' ordinamento alla specifica condizione che una siffatta determinazione obbedisca a criteri predefiniti e preconoscibili dalla controparte passiva. In difetto, la clausola rischierebbe di condurre all' invalidità del negozio per mancata determinabilità dell' oggetto ai sensi dell' art. 1346 c.c. Ed è proprio sul punto che parrebbe appalesarsi il divergere della sentenza. Ad avviso del Tribunale, infatti, i principi dianzi richiamati non potrebbero essere utilmente evocati non potendo il MTM considerarsi alla stregua di oggetto contrattuale. A tale conclusione si perviene, ancora una volta, con un apprezzamento di taglio prevalentemente descrittivo, osservandosi come il MTM, originariamente concepito come strumento di monitoraggio, consisterebbe in un valore dato in un certo momento al contratto, stimato sulla base di elementi previsionali e il cui calcolo non darebbe di per sé corso ad un versamento in capo alla controparte non intermediaria, salvo che quest' ultima decida di sciogliere anticipatamente il contratto. Al più, sempre secondo la pronuncia, il MTM potrebbe costituire l' oggetto di un patto accessorio al contratto derivativo in forza del quale le parti si impegnino ad operare la finzione di scadenza quotidiana del contratto e il conseguente accantonamento dei margini derivanti dal relativo calcolo. Le notazioni del Tribunale sono fattualmente corrette, mentre non riesce

stato conferito alla Banca un mandato di consulenza gratuita finalizzato all'acquisto degli strumenti finanziari, individuati, poi, in tre *collar swap*, con la dichiarata finalità di ristrutturare mutui già in essere.

condivisibile la loro apparente interpretazione giuridica, soprattutto, dal punto di vista della concatenazione logica delle proposizioni. È senz'altro vero che con la locuzione mark-to-market (letteralmente marcare il mercato) si allude ad un meccanismo di calcolo di per sé economicamente e giuridicamente sterile. La stima di MTM si traduce nell'apprezzamento del valore teorico dello strumento (e, come correttamente nota la pronuncia, siffatto apprezzamento rimase, nei primordi della finanza derivata, relegato ad una mera funzione osservativa dell'andamento del contratto) ed è vero dunque che la stima di per sé non è suscettibile di ingenerare alcuna obbligazione in capo ai contraenti. Così come è vero che il MTM potrebbe costituire (nei limiti che si ci appresta a chiarire) l'oggetto di un accordo collaterale di marginazione (cosa che normalmente accade per i derivati uniformi trattati nei mercati regolamentati). Tuttavia non sembra possibile inferire dalle due proposizioni la conclusione per cui il MTM esulerebbe dall'oggetto del contratto derivato...Ed è questo, in definitiva, il profilo che rende più apparente che reale la discutibilità della pronuncia sul tema in parola. La stima di valore in cui si sostanzia un MTM in tanto acquisisce un rilievo in quanto sia prevista da una clausola che traduca quel valore in una condizione di cessazione anticipata del contratto ovvero in quanto detto valore venga altrimenti richiesto dall'intermediario al predetto fine. In tali ipotesi la stima assume una pregnante valenza giuridica e rende dunque lecita una valutazione di compatibilità della clausola (o del patto aggiunto per fatti concludenti) con i principi di cui all'art. 1346 c.c.”; AUTELITANO, I derivati conclusi dagli “operatori qualificati”: interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione, in I Contratti, 2011, 763. L'A. evidenzia come “i giudici milanesi seguano la Corte di Cassazione (Cass., 26.05.2009, n. 12138, in I contratti, 2009, 869) : nell'alternativa fra ritenere che l'accennata dichiarazione (cosiddetta autoreferenziale) determina comunque l'applicazione della disciplina speciale e ritenere, viceversa, che si debba accertare se esista effettivamente la necessaria competenza in materia di strumenti finanziari, si afferma che la dichiarazione ha l'effetto di esonerare la banca dall'onere di fare verifiche ed autorizza il giudice, in assenza di contrarie allegazioni o elementi di prova, ad utilizzare la dichiarazione come unica fonte di prova circa la sussistenza dei presupposti per applicare la disciplina in questione .Il Tribunale, quindi, avendo nel caso di specie ritenuto non vi fossero elementi per affermare la difformità al vero della dichiarazione rilasciata dal cliente, affronta l'argomento delle regole applicabili al rapporto. A tal fine muove dall'assunto per cui all'operatore qualificato va garantito il livello di tutela previsto dai principi generali in materia di contratti. Su tale premessa viene affermato che l'art. 31 del citato reg. Consob deroga agli artt. 27, 28 e 29 dello stesso regolamento, ma non all'art. 21 TUF, le cui previsioni generali interessano anche l'operatore qualificato. La sentenza applica il criterio così enunciato verificando, in relazione a ciascun obbligo di volta in volta in gioco, se la sua fonte sia esclusivamente regolamentare (in tal caso si tratta di precetto non riferibile alla fattispecie dell'operatore qualificato in quanto sottoposto a deroga) oppure se il comportamento sia imposto, anzitutto, da una fonte gerarchicamente sovraordinata (in tal caso l'obbligo sussiste anche verso l'operatore qualificato). E, così, viene esclusa l'applicabilità dell'obbligo di consegna del documento sui rischi generali, la cui fonte risiede unicamente nell'art. 28 reg. Consob (e dunque irrilevante è accertare l'inadempimento a tale obbligo). Viceversa viene affermata l'assenza di deroga alcuna all'obbligo dell'intermediario di comportarsi con diligenza e professionalità nell'interesse dei clienti (art. 21 comma 1, lett. a TUF), nonché all'obbligo di assicurare ai clienti, in situazioni di conflitti d'interesse, trasparenza ed equo trattamento (art. 21 comma 1 lett. c, TUF). Il criterio di giudizio merita, a nostro avviso, condivisione, in quanto consente di tenere in debito conto la ragione che sta alla base del doppio livello di disciplina del settore, di fonte rispettivamente primaria e secondaria”.

Il Comune, nel trarre in giudizio la Banca, lamentava la nullità di tali contratti, poiché avrebbero dovuto essere strutturati con un valore iniziale pari a zero. Al contrario, presentavano un valore di mercato, all'atto della stipula, già fortemente negativo per l'Ente. Ed, inoltre, la struttura economica prevedeva dei limiti di rischio di rialzo dei tassi di interesse (Cap) irrealistici ed inverosimili, di fatto annullando la garanzia rappresentata dal tetto alle possibili perdite. Il Consulente tecnico di ufficio accertava nei contratti sottoscritti un significativo sbilanciamento a carico dell'Ente, non compensato da un correlato premio di liquidità (cd. Up front). La difesa della Banca replicava criticamente, affermando che i contratti swap "par", ossia con valore iniziale pari a zero, non possono esistere nella realtà, dovendo, comunque, essere remunerati sia i costi di ingegnerizzazione del prodotto derivato che le componenti di rischio assunte dalla Banca in ordine alla gestione del contratto.

Argomento non condiviso dal Tribunale ambrosiano per il quale è la normazione secondaria (allegato 3 al Regolamento Consob n.11522/1998 all'epoca vigente) a precisare che, alla stipula del contratto, il valore di uno swap deve essere sempre nullo, potendo poi variare in senso negativo o positivo, a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto. Circa poi l'esistenza di commissioni implicite esse, a parere del Tribunale, avrebbero dovuto ricevere adeguata trasparenza, in ossequio a quanto previsto alla lett. G)

dell'art.61 del Regolamento Consob 11522/98 all'epoca vigente e dall'art.8 del contratto quadro, stipulato tra le parti.

Al contrario, i contratti in questione non menzionavano dette commissioni, così come non esplicitavano il Mark to market negativo iniziale per il Comune. In definitiva, il macroscopico squilibrio iniziale, a carico dell'Ente locale, finiva con lo snaturare la funzione causale dello strumento finanziario derivato. La previsione, già in partenza, di una posizione in perdita risultava per il Giudice incompatibile con la funzione di ristrutturazione dei mutui già esistenti e gravanti sul bilancio del Comune. Il Mark to market negativo, ove non compensato da un corrispondente up front, finiva, così, con l'attribuire ai contratti in derivati una funzione speculativa, non consentita dal legislatore²⁷⁹.

²⁷⁹ Per i giudici milanesi *"la presenza, quindi, di tale squilibrio contrattuale priva i contratti in esame della funzionale causale di strumento finanziario meramente conservativo, propria invece degli omologhi contratti strutturati come "par", in quanto la previsione già in partenza di una posizione in perdita per l'ente locale è incompatibile con una funzione di mero ammortamento e ristrutturazione di mutui già esistenti gravanti sul bilancio del Comune. Un market to market negativo, tanto più se collegato a un corrispondente up front, attribuisce ai contratti in parola una funzione speculativa, in contrasto con la tipologia di contratti derivati rimessi alla possibile stipulazione da parte degli Enti Locali dall'art 3 del D.M. 389/2003, secondo quanto disciplinato dall'art. 41 comma 1 della Legge 448/2001"*. Sull'argomento si segnalano altre tre interessanti pronunce di merito entrambe relative alla questione della nullità del contratto di *swap*. Nella causa oggetto del Tribunale di Bari si discuteva se il contratto di *interest rate swap* e le successive rinegoziazioni da esso subite, che avevano prodotto passività ed ulteriori costi per l'investitore, potessero produrre la nullità del contratto medesimo ed in sede cautelare, la sospensione dell'addebito sui conti intrattenuti dal cliente delle somme risultanti dai saldi negativi delle rinegoziazioni. Nella questione sottoposta all'attenzione del Tribunale di Pescara, invece, si trattava di stabilire se il contratto di *swap* stipulato tra l'intermediario ed un ente territoriale potesse essere dichiarato nullo, per il mancato rispetto della normativa in materia, prevista in particolare all'art. 41 l. n. 448/2001 e dal d.m. n. 389/2003 che prevede l'uso del derivato ai soli fini di contenimento dell'indebitamento e protezione dal rischio di rialzo dei tassi. Nella causa oggetto del Tribunale di Lecce, si trattava di un ricorso d'urgenza ex art. 700 c.p.c. attivato da una società contro un istituto bancario, con cui si lamentava che il contratto Irs intercorrente con la banca fosse nullo per difetto genetico della causa. Infatti, il contratto in questione sarebbe riconducibile nel genus dei contratti derivati e, in particolare, nell'ambito dei contratti swap su tassi d'interessi, con funzione di copertura

dal rischio di oscillazione dei tassi, per cui ad es. un cliente che abbia contratto un mutuo a tasso variabile può ricorrere ad un Irs per coprirsi dal rischio che il mutuo, a causa dell'aumento dei tassi, divenga eccessivamente oneroso. Tali contratti – secondo la società ricorrente – in tanto possono assolvere alla loro funzione di copertura, in quanto siano «costruiti» dall'intermediario «su misura» per le specifiche esigenze del cliente. Ebbene, a dire della ricorrente, nella specie la banca non avrebbe svolto alcuna attività istruttoria per valutare l'adeguatezza del prodotto offerto alle esigenze del cliente e, più specificatamente, non avrebbe considerato la congruità di tale prodotto rispetto all'indebitamento sottostante: ciò avrebbe comportato l'inadeguatezza dell'operazione rispetto alla finalità di copertura del rischio, con l'ulteriore aggravante dell'occultamento da parte della banca dei costi effettivamente sostenuti dal cliente e dei margini d'intermediazione lucrati. Nel primo caso, Trib. Bari, (ord) 15.07.2010, in *I Contratti*, 2011, 244, ha affermato che, qualora un contratto di swap sui tassi di interesse venga stipulato allo scopo di copertura del rischio derivante dall'aumento del tasso variabile di un contratto di finanziamento, applicando alla fattispecie la nozione di causa concreta recepita e fatta propria dalla giurisprudenza di legittimità, è possibile individuare un difetto genetico di *causa* (dovuto all'incapacità ab origine dello schema negoziale di realizzare la copertura del rischio) in quei contratti di swap che incorporino le passività derivanti da precedenti analoghi contratti. Per cui va inibito, in sede di tutela cautelare e urgente, alla banca l'addebito sui conti intrattenuti dal cliente dell'esborso risultanti dai saldi negativi delle rinegoziazioni delle operazioni di *interest rate swap*, ove appaia che i contratti possano essere nulli per mancanza della causa in concreto, stante la loro inidoneità a realizzare la funzione di copertura del rischio caratterizzante il modello contrattuale adottato. Nel secondo caso, il Trib. Pescara, 12.04.2010, in *I Contratti*, 2011, 247 ss ha statuito che la natura imperativa delle disposizioni che consentono l'utilizzo dei derivati da parte degli Enti pubblici ai soli fini di copertura dei rischi derivanti dall'indebitamento comporta la nullità dei contratti di *swap* conclusi in violazione di dette disposizioni (nella specie, il Giudice ha disposto idonea consulenza tecnica per accertare l'eventuale insussistenza della dichiarata finalità causale dei derivati e, quindi, l'irragionevolezza del ricorso alla copertura tramite *swap*). Nel terzo caso, Trib. Lecce, (ord), 9.5.2011, in *Foro it.*, 2011, I, 2549, ha statuito che ai sensi dell'art. 31 del regolamento Consob 11522/98 (applicabile *ratione temporis*, essendo stato il contratto per cui è causa stipulato prima del recepimento – avvenuto con d.leg. 17 settembre 2007 n. 164 e con la delibera attuativa Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 – della direttiva Mifid) nei rapporti fra intermediari autorizzati ed operatori qualificati non si applicano le disposizioni del medesimo regolamento riguardanti i conflitti d'interessi (art. 27), le informazioni tra intermediari ed investitori (art. 28), le operazioni non adeguate (art. 29), i requisiti di forma e di contenuto del contratto (art. 30), nonché alcune altre disposizioni facenti parte dello statuto protettivo previsto per i risparmiatori retail. Va tuttavia osservato che anche nei rapporti con gli operatori qualificati la banca deve pur sempre rispettare i principi fondamentali stabiliti dall'art. 21 t.u.f. e quindi deve «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti». Nel complesso l'operazione appare «una scommessa insensata», un'operazione rovinosa e sbilanciata a tutto vantaggio della banca, a causa di costi di transazione così elevati da assorbire gli eventuali guadagni lucrati dal cliente nel caso di andamento (a lui) favorevole del mercato dei tassi, laddove le operazioni in strumenti derivati, anche quando effettuate per finalità diverse da quelle di copertura, dovrebbero almeno ex ante presentarsi come potenzialmente vantaggiose (per il cliente) nel caso di scenari (a lui) favorevoli. In presenza di tali dati di fatto, soltanto genericamente contestati dalla banca (sulla quale pure gravava l'onere di provare di aver agito con la prescritta diligenza), è ragionevole ritenere che la stessa abbia agito in conflitto d'interesse ed in contrasto con la regola di condotta che impone agli intermediari di «servire al meglio l'interesse dei clienti». In dottrina si segnala l'interessante scritto di LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure*

Di qui la declaratoria di nullità dei contratti derivati stipulati dall'Ente locale, con relativa condanna dell'intermediario alla restituzione delle somme versate dal Comune ed il risarcimento dei danni patiti²⁸⁰.

in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo, op.cit., in Banca, borsa tit.cred., 2012,I, 369; OREFICE, Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa, in I Contratti, 2011, 250; MAFFEIS, Contratti derivati, in Banca borsa tit. cred., 2011, I, 604; PISAPIA, Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa, in I Contratti, 2011, 260 ss; PURPURA, Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post MiFID, in Banca, borsa, tit. cred., 2010, 629 ss.; VESENTINI, Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l'up front nei contratti di Interest rate swap", op.cit., in La Resp.civile, 2010, 825; SANGIOVANNI, Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MiFID, in I Contratti, 2007, 249 ss.

²⁸⁰ Cfr ancora sul punto AUTELITANO, *I derivati conclusi dagli "operatori qualificati": interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione*, op. cit., in *I Contratti*, 2011, 763. L'A. evidenzia altresì un'ulteriore questione affrontata dal Tribunale di Milano quella relativa agli obblighi di comportamento gravanti sull'intermediario finanziario nei confronti di un operatore qualificato, rapporto al quale, ai sensi dell'art. 31 del regolamento Consob n. 11522 del 1998, non si applicano talune delle ordinarie regole di condotta previste dalla disciplina di settore di fonte secondaria. La sentenza afferma che la disciplina dedicata agli operatori qualificati non priva questi ultimi di ogni tutela, facendo seguire a tale premessa l'enunciazione, in particolare, della regola secondo cui l'intermediario finanziario ha l'obbligo, anche nei confronti di tale categoria di soggetti, di curare l'interesse del cliente con diligenza e professionalità. L'applicazione della menzionata regola ai contratti con gli operatori qualificati è meritevole di particolare attenzione per una pluralità di ragioni. In primo luogo, per il modo in cui viene intesa la relazione fra le disposizioni di fonte primaria e quelle di fonte secondaria disciplinanti lo stesso tema. Secondariamente, per il rilevante ed articolato contenuto che, nell'accezione accolta dalla sentenza, qualifica l'obbligo di cura dell'interesse del cliente. V. anche GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, op cit., in *Banca borsa tit.cred.*, 2011, 6, 794; MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, 604. L'A., a proposito della sentenza milanese, sottolinea alcuni aspetti. Con riferimento ai costi impliciti, l'A. osserva che "occorre riservare una particolare attenzione proprio alle caratteristiche del contro interesse dell'intermediario, dal momento che i contratti derivati nascono dalla fantasia creatrice degli intermediari finanziari che dalla loro semplice negoziazione sui mercati regolamentati come dalla loro creazione ed offerta over the counter ritraggono sovente una delle maggiori fonti di reddito. Così, il contro-interesse dell'intermediario spiegherà innanzitutto perché l'investitore sia indirizzato, piuttosto che verso contratti derivati negoziati su mercati regolamentati, verso contratti derivati over the counter. Così, il contro-interesse dell'intermediario spiegherà perché qualsiasi contratto derivato rinegoziato contenga condizioni economiche che incorporano occultamente il recupero da parte della banca dell'eventuale c.d. up front erogato, il rimborso di costi di negoziazione, la remunerazione dell'intermediario (c.d. ««margine lordo», ««costi di hedgingg», ««costo del capitale allocato», e così via), il ««riposizionamento» della banca che ««si industria a piazzare (i) prodotti»». Sul carattere occulto di siffatti costi bisogna intendersi. Se si considera ««occulto» un costo che non emerge dal contratto, i costi non sono occulti perché sono ricavabili dai dati oggetto delle successive rilevazioni e dei successivi calcoli che sono espressi in

7. -Gli orientamenti della giurisprudenza amministrativa

La sentenza n.5032 emessa dal Consiglio di Stato il 7 settembre del 2011, pur non avendo ancora posto la parola “fine” all’inedito contenzioso tra un ente pubblico locale e due banche estere, sembra comunque essere destinata a rivestire il ruolo di “*pietra miliare*” nel campo dell’attività di negoziazione di strumenti derivati con coinvolgimento di enti pubblici territoriali²⁸¹.

La vicenda ha inizio quando nel 2006 la Provincia di Pisa indiceva una gara ufficiosa al fine di reperire un soggetto del mondo finanziario a cui affidare la ristrutturazione del proprio debito derivante dai mutui già accesi ed ancora pendenti²⁸².

Nel giugno 2007, con l’aggiudicazione definitiva, la scelta dell’ente pubblico ricadeva sull’offerta presentata da due istituti all’uopo

contratto. Altro è che le formule siano intrasparenti. Se, invece, si considera «occulto» un costo che non è indicato come tale, con la specifica indicazione che si tratta di una voce autonoma che incide sul complesso delle condizioni contrattuali, i costi sono occulti. Di nuovo, è centrale la prospettiva del conflitto di interessi, la quale impone che l'intermediario renda note all'investitore tutte le condizioni che per lui sono rilevanti ai fini della conclusione del contratto derivato, ivi compresa l'esistenza e la preventiva quantificazione di un «margine lordo», di «costi di hedging » e così via”; MAFFEIS, La natura e la struttura dei contratti di investimento, in Riv. dir. priv., 2009, 3, 30 ss.; MAFFEIS, Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi, in Corr. giur., 2009, 984. MEUCCI, Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in Obbl. e Contr., 2008, 4, 341.

²⁸¹ Cons. Stato Sez. V, 07.09.2011, n.5032, in *Foro it.*, 2012, 2,3,69 con nota di TRAVI e in *Giornale di diritto amministrativo*, 2012, 4, 394 con nota di CORTESE, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, p.394; in *La Responsabilità civile*, 2012,42 con nota di FANTETTI, *L'annullabilità in autotutela dei contratti derivati*.

²⁸² Va premesso che gli intermediari finanziari e gli *advisor* devono essere individuati attraverso una procedura selettiva. L’attività negoziale degli enti pubblici, infatti, deve avvenire secondo le regole della contabilità pubblica che presiedono all’utilizzo delle risorse finanziarie, con modalità tali da garantire l’imparzialità ed il buon andamento dell’attività amministrativa (art.97 Cost. e art.1, co. 1, L.7/8/1990, n.241 e succ. mod. e int.), in condizione di parità di trattamento e di non discriminazione (art.3 Cost.)

riunitisi in associazione temporanea di imprese: la DEPFA Bank Plc (banca di diritto irlandese con sede legale in Dublino) e la DEXIA Crediop S.p.A. (filiale italiana del gruppo franco-belga DEXIA, del cui stato di dissesto si è recentemente data notizia sugli organi di stampa).

Il piano di ristrutturazione del debito prevedeva l'emissione di obbligazioni da parte dell'amministrazione provinciale (ad un tasso agganciato all'EURIBOR ma maggiorato di uno *spread* dello 0,063%): i *bond* furono subito sottoscritti dalle banche aggiudicatrici e la relativa provvista fu contestualmente impiegata dall'ente per estinguere i mutui allora in essere.

Nel giugno 2009 l'amministrazione provinciale di Pisa, previo espletamento di una consulenza tecnica affidata ad una società specializzata, accertava la non convenienza dell'operazione di ristrutturazione del proprio debito e si determinava unilateralmente per il suo annullamento d'ufficio in autotutela. In particolare, dall'espletata consulenza tecnica risultava un valore negativo (pari a € 638.500,00) che lo *swap* avrebbe avuto fin dal momento stesso della sottoscrizione dell'operazione, implicando pertanto dei costi impliciti a carico della Provincia incompatibili con il principio di convenienza pubblica dell'operazione finanziaria. Inoltre, si accertava che al momento di negoziare il prodotto *swap*, l'ente aveva acquistato un *cap* (strumento a copertura del rischio di eccessivo rialzo dell'EURIBOR) il cui valore era

addirittura inferiore al *floor* contestualmente ceduto alle due banche (laddove il *floor* è strumento di natura complementare al *cap*, in quanto volto alla copertura del rischio di eccessivo ribasso di un tasso).

Gli intermediari impugnavano la decisione di annullamento in autotutela adottata dall'Ente Locale dinanzi al T.A.R. della Toscana che, in primo grado, dava ragione alla Provincia di Pisa²⁸³. Il Consiglio di

²⁸³ Tar Toscana Firenze Sez. I, Sent., 11-11-2010, n. 6579 in Riv.it.dir.pubb.comun.,2011,1,155 per il quale “gli swap sono contratti a termine, che prevedono lo scambio a termine di flussi di cassa calcolati con modalità stabilite alla stipulazione del contratto. Questo sistema può permettere di diminuire il rischio connesso, come nel caso di specie, alle fluttuazioni dei tassi di interesse o di cambio. L'Interest Rate Swap è il contratto swap più diffuso, con il quale due parti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo di tempo predefinito al momento della stipula, pagamenti calcolati sulla base di tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati ad un capitale nozionale. Non sussiste quindi uno scambio di capitali, ma solo di flussi corrispondenti al differenziale fra i due interessi. Il contratto ha scadenze che superano l'anno e i pagamenti devono essere effettuati a scadenze periodiche, comprese tra i tre e i dodici mesi. Per garantire l'equilibrio tra le parti detto contratto, al momento della stipulazione, deve dare un risultato differenziale pari a zero; in caso contrario risulterà squilibrato a favore di uno dei contraenti...Appare quindi effettivamente violata la disposizione di cui all'art. 41, comma 2, l. 448/01 poiché nell'operazione in questione non è stato raggiunto l'obiettivo posto dalla suddetta norma di assumere condizioni di rifinanziamento dei mutui contratti dopo il 31 dicembre 1996 con il collocamento di titoli obbligazionari, tali da consentire una riduzione del valore delle passività a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni. Così non è nel caso di specie, e la differenza di valore tra i contratti derivati da stipulare era stata taciuta dalle banche alla Provincia, ed anche tale circostanza non risulta contestata. Nessun dubbio poi che l'ambito di applicazione della norma suddetta riguardi il caso di specie poiché il disposto di cui all'art. 41, comma 2, l. 448/01 definisce il proprio perimetro applicativo con riferimento all'emissione di nuove obbligazioni da parte di enti pubblici, come avvenuto nel caso di specie. Sotto questo profilo i provvedimenti di autotutela impugnati risultano corretti poiché hanno dato conto dei motivi per cui è stato disposto l'annullamento dei precedenti provvedimenti in discussione, e il relativo interesse pubblico consiste nell'evitare un illegittimo esborso finanziario a carico dell'ente, con indebita percezione di vantaggi a favore dei soggetti privati (C.d.S. V, 22 marzo 2010 n. 1672 in diversa fattispecie, ma con principio applicabile al caso in esame”. In dottrina, CARULLO, La separazione (giudiziale) tra aggiudicazione e contratto: un divorzio inevitabile, in Riv. it. dir. pubbl. comunit. 2011, 1, 160; MAFFEIS, Contratti derivati, op.cit., in Banca, borsa tit. cred., 2011, I, 612, il quale, a proposito della sentenza resa dal Tar Toscana, osserva “sotto il profilo del procedimento che precede la conclusione del contratto, la violazione della normativa di evidenza pubblica, da parte della pubblica amministrazione, legittima la revoca in autotutela e l'annullamento della procedura, in ordine alla quale è competente a conoscere il giudice amministrativo, mentre il giudice ordinario conosce delle conseguenze che l'annullamento in sede amministrativa produce sulla validità e l'efficacia del contratto. Al riguardo, la principale ragione di annullamento in autotutela è rappresentata dalla circostanza che il contratto derivato fosse unpair al momento della sua conclusione, con una conseguente «esposizione in derivatii» della pubblica amministrazione non riconducibile ad una «esposizione di un finanziamento in capitale»”.

Stato, investito del gravame, ha dovuto affrontare una serie di questioni giuridiche di particolare rilevanza.

In merito all'esercizio del potere di annullamento in autotutela esercitato dell'amministrazione provinciale, punto nodale della controversia, il Consiglio di Stato ha affermato che l'esercizio di detto potere di annullamento ricade nella normale azione di autotutela a presidio dell'interesse pubblicistico e ciò anche in una situazione in cui, dopo l'aggiudicazione definitiva, sia già intervenuta la stipula di un contratto tra le parti: sotto questo profilo, l'annullamento dell'aggiudicazione è stato comunque ispirato dalla valutazione (ancorchè tardiva) sull'antieconomicità dell'operazione in derivati e trova sostegno se si tiene conto che il comma 136 della legge finanziaria per il 2006 ha generalmente consentito agli enti pubblici di annullare in autotutela anche propri atti ritenuti legittimi, purchè ciò sia ritenuto funzionale al conseguimento di risparmi o minori oneri finanziari per la collettività²⁸⁴.

²⁸⁴ A tale riguardo, un passaggio della motivazione è assai sintomatico: «il potere di autotutela culminato nella ricordata determinazione dirigenziale non è stato esercitato per sottrarsi puramente e semplicemente ad un contratto economicamente squilibrato, quanto piuttosto a causa della mancata corretta valutazione della convenienza economica che legittimava l'operazione di ristrutturazione del debito, ai sensi dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, e che, come tale, non rientrava nella "causa" del contratto di swap, costituendone piuttosto il presupposto logico - giuridico». Cfr. il punto VI.1.3.2. della motivazione. La giurisprudenza recente è consolidata nel senso di ammettere la possibilità di un annullamento d'ufficio dell'aggiudicazione anche dopo la stipula del relativo contratto. Cfr. Tar Campania, sez. I, 25.05.2007, n. 5687, in *Foro it., Rep. 2008, voce Contratti pubblici*, n. 1135; Tar Puglia, sez. I, 29.03.2007, n. 945, in *Foro it., Rep. 2007, voce Atto amministrativo*, n. 443; Cons. Stato, sez. IV, 31.10.2006, n. 6456, in *Foro it., Rep. 2006, voce Contratti della p.a.*, n. 762; Cons. Stato, sez. V 2.09.2005, n. 4441, in *Foro it., Rep. 2005, voce Contratti della p.a.*, n. 670; Cons. Stato, sez. IV 22.10. 2004, n. 6931, in *Foro it., Rep. 2006,*

Una tale decisione dell'amministrazione, dunque – a detta del Consiglio di Stato – non riveste natura di recesso unilaterale dal contratto in essere e pertanto il suo sindacato deve senza dubbio ricadere nella giurisdizione del giudice amministrativo²⁸⁵.

voce cit., n. 732; Tar Sicilia, sez. II, 23.06.2003, n. 1050, in *Foro it.*, Rep. 2004, voce cit., n. 623; Cons. Stato, sez. IV, 26.05.2003, n. 2823, in *Foro it.*, Rep. 2003, voce cit., n. 755; Tar Lazio, sez. I, 12.05.1987, n. 1020, in *Foro it.*, Rep. 1987, voce cit., n. 153; Tar Lazio, sez. Latina, 12.10.1985, n. 303, in *Foro it.*, Rep. 1986, voce cit., n. 178. In termini generali, cfr. anche Cass., sez. un., 19.01.2007, n. 1142, in *Foro it.*, Rep. 2007, voce *Contratti pubblici*, n. 1118. Giova evidenziare che il potere di annullamento d'ufficio deve comunque avere ad oggetto un provvedimento di aggiudicazione (fatti salvi gli effetti che dall'annullamento dell'aggiudicazione derivano a carico del contratto). Non è ammesso invece rispetto al contratto in quanto tale: di conseguenza è stato escluso che, invocando i poteri di autotutela, l'amministrazione potesse modificare unilateralmente le condizioni contrattuali di un appalto pubblico (Cons. Stato, sez. V, 18.01. 2006, n. 126, in *Foro it.*, Rep. 2006, voce *Contratti della p.a.*, n. 734). In dottrina cfr. MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, 613; FOLLIERI, *I poteri del giudice amministrativo nel decreto legislativo 20 marzo 2010 n. 53 e negli artt. 120-124 del codice del processo amministrativo*, in *Dir. proc. amm.*, 4, 2010, 1077 ss., secondo cui ««il giudice non conosce .. dei vizi del contratto, né degli altri aspetti relativi alla sua validità, né delle norme che regolano l'efficacia del contratto, poiché dichiara l'inefficacia a seguito dell'annullamento dell'aggiudicazione»». Contra LOPILATO, *Categorie contrattuali, contratti pubblici e i nuovi rimedi previsti dal decreto legislativo n. 53/2010 di attuazione della direttiva ricorsi*, in *Dir. proc. amm.*, 2010, 4, 1346, il quale insiste sulla ««persistente utilità della questione della «patologia contrattuale»», per arrivare alla identificazione di una ««nullità speciale», fondante un'azione costitutiva. In senso favorevole a quanto sostenuto, invece, LIPARI, *L'annullamento dell'aggiudicazione ... cit. nota 3*, il quale pone l'accento sui poteri del giudice ««per vagliare, trasversalmente, la portata delle nuove regole» del c.p.a. in tema di appalti; GAROFALO, *Annullamento dell'aggiudicazione e caducazione del contratto: innovazioni legislative e svolgimenti sistematici*, in *Dir. proc. amm.*, 2008, 1, 138 ss, il quale espressamente afferma che le conseguenze sul contratto sono le stesse indipendentemente dalla via che porta all'annullamento dell'aggiudicazione; MARCHETTI, *Annullamento dell'aggiudicazione e sorte del contratto: esperienze europee a confronto*, in *Dir. proc. amm.*, 2008, 1, 95; STICCHI DAMIANI, *La «caducazione» del contratto per annullamento dell'aggiudicazione alla luce del Codice degli appalti*, in *Foro amm.-TAR*, 2006, 3721, nota 3; MERUSI, *Annullamento dell'atto amministrativo e caducazione del contratto*, in *Foro amm.-TAR*, 2004, 2, 569; SATTA, *L'annullamento dell'aggiudicazione ed i suoi effetti sul contratto*, in *Dir. amm.* 2003, 4, 645; GRECO, *Accordi e contratti della pubblica amministrazione tra suggestioni interpretative e necessità di sistema*, in *Dir. amm.*, 2002, 3, 413.

²⁸⁵ Cfr. FANTETTI, *L'annullabilità in autotutela dei contratti derivati*, in *La Responsabilità civile*, 2012, 42. Per l'A. «risulta agevole quindi osservare come la pronuncia con cui il Consiglio di Stato ha dato ragione alla Provincia di Pisa nella causa contro gli istituti di credito Dexia Crediop s.p.a. e Depfa Bank Plc. sia destinata a creare un significativo precedente a favore degli enti pubblici locali e che potrebbe dare l'avvio a numerose altre cause legali del valore stimato complessivamente pari ad almeno trenta miliardi di euro ove si prendano in considerazione casi analoghi di Firenze, del Lazio, della Toscana e del Piemonte. Si stimano essere infatti complessivamente cinquecento gli enti pubblici locali tuttora coinvolti ed oltre ottocento i contratti in vigore. I contratti in derivati tra banche ed enti

Nel verificare in concreto il potere di autotutela esercitato dall'ente provinciale con i provvedimenti impugnati, i giudici, sancendo una prima importante vittoria per la P.A., hanno dichiarato di non

pubblici locali risultano quindi, dopo tale pronuncia, essere potenzialmente annullabili inserendo alcuni significativi mutamenti nei rapporti tra gli istituti di credito – italiani e stranieri – e gli enti pubblici locali. Si tratta in sostanza di una significativa novità destinata a riguardare gli istituti di credito nelle ipotesi in cui abbiano contrattato in derivati in maniera poco trasparente". Sulla questione della giurisdizione, in termini conformi, Cons. Stato, sez. V, 4.08.2009, n. 4885, in Foro it., Rep. 2010, voce Contratti pubblici, n. 1130; Cass., sez. un., 19 gennaio 2007, n. 1142, cit., id., Rep. 2007, voce cit., n. 1118 (che esclude che la legittimità dell'annullamento d'ufficio possa essere verificata, in sede di disapplicazione, dal giudice ordinario, adito per l'asserito inadempimento contrattuale); Cons. Stato, sez. V, 9.11.2001, n. 5771, in Foro it., Rep. 2002, voce Opere pubbliche, n. 454 (che precisa che le controversie relative all'annullamento o alla revoca di incarichi di progettazione di opere pubbliche rientrano nella giurisdizione del giudice amministrativo, perché hanno per oggetto il legittimo esercizio del potere di annullamento d'ufficio e non la validità ed efficacia del contratto). Si noti che il difetto di giurisdizione era stato dedotto anche alla luce di una clausola contrattuale che devolveva le controversie a un giudice straniero, anche alla luce di Corte giust. 12 maggio 2011, causa C-144/10, Berliner Verkehrsbetriebe, <<http://curia.europa.eu>>. L'eccezione viene respinta sull'argomento che la giurisdizione del giudice amministrativo, nel caso in esame, non verterebbe su diritti disponibili. Il Consiglio di Stato ritiene inapplicabile la clausola contrattuale dei contratti swap che, derogando alla giurisdizione italiana, li assoggetta alla legge inglese e alla giurisdizione del giudice inglese. Tale la deroga è ammessa nelle cause che hanno ad oggetto diritti disponibili, mentre non rientra nel novero dei diritti disponibili il sindacato sul corretto esercizio del potere amministrativo e quindi sugli interessi pubblici alla cui cura è finalizzato il provvedimento di autotutela. Il caso di specie non riguarda questioni relative all'interpretazione ed all'esecuzione dei contratti (profili di diritto internazionale privato). Si evidenzia che la medesima sezione del T.A.R. Toscana che aveva emesso la sentenza oggetto di impugnativa dinanzi al Consiglio di Stato ha avuto modo di affrontare nuovamente il problema della giurisdizione sorto tra le medesime parti a seguito della sua stessa pronuncia. Il T.A.R., ribadendo le conclusioni già affermate, ha esplicitamente affermato che ««solo il giudice civile è competente a conoscere delle questioni inerenti il rispetto degli accordi contrattuali intercorsi tra [le parti]» e che l'accertamento sul punto già operato, per poter essere superato, deve formare oggetto di appello innanzi al Consiglio di Stato (sentenza del 27 gennaio 2011, n. 154). Si segnala che le SS.UU. della Corte di cassazione, con riguardo ad una complessa controversia civile attivata dal Comune di Milano nei confronti di diverse banche estere (considerate da quelle responsabili di aver tenuto condotte illecite tali da fuorviare la valutazione della p.a. in ordine alla convenienza sulla sottoscrizione di alcuni prodotti finanziari derivati), hanno statuito, in sede di regolamento di giurisdizione (sentenza 27 febbraio 2012, n. 2926), che in merito all'azione ex art. 2043 c.c. in quella sede promossa e alla possibilità stessa di esperire il detto regolamento preventivo, sussiste la giurisdizione italiana (sia perché il reg. n. 44/2001 cit. prevede, per gli illeciti, la competenza del giudice del luogo in cui l'evento è avvenuto o può avvenire; sia perché lo stesso reg. prevede la competenza del giudice del luogo in cui si trova una succursale o un'agenzia che è coinvolta effettivamente nella fattispecie; sia perché sempre lo stesso reg. dispone che sia competente il giudice del luogo in cui i servizi - nel caso, la consulenza finanziaria - sono stati prestati).

ravvisarvi alcuna violazione evidente dei principi che, in via generale, regolamentano l'esercizio di tale potere: adeguata motivazione del provvedimento, ponderata valutazione dei contrapposti interessi in gioco (pubblico e privato), tempestività dell'autotutela, rispetto delle garanzie partecipative nel procedimento amministrativo.

Con riferimento invece alla valutazione degli interessi in campo, si evidenzia, in particolare un passaggio della complessa motivazione della sentenza, in cui il Consiglio di Stato precisa che'' *Quanto all'attualità dell'interesse pubblico, esso, lungi dal concretizzarsi nel mero ripristino della legalità violata, è rinvenibile non solo nella necessità (formale) di eliminare la violazione dei principi di economicità e convenienza finanziaria (su cui avrebbe dovuto fondarsi, ai sensi dell'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, l'operazione di ristrutturazione (di parte) del debito della Provincia di Pisa, ma soprattutto (profilo sostanziale) la necessità di far venir meno questi "costi impliciti", originariamente non conosciuti e non conoscibili, che gravavano sulle risorse dell'ente per tutta la durata dell'operazione stessa (fino al 2014), privandola peraltro proprio della finalità (riduzione dei debiti) che l'aveva giustificata. Si è in presenza in effetti non già di un mero generico interesse pubblico alla legittimità dell'azione amministrativa o al rispetto del principio di legalità di cui all'articolo 97 della Costituzione, ma dell'interesse pubblico concreto, specifico e attuale, da ricollegare direttamente al principio di buon andamento dell'azione amministrativa, sub specie della sua economicità, incidendo i "costi impliciti" dell'operazione in strumenti finanziari derivati in*

modo rilevante sulle effettive disponibilità economico - finanziarie dell'amministrazione provinciale: del resto è stato più volte ricordato dalla giurisprudenza che l'attualità dell'interesse pubblico alla rimozione di un provvedimento illegittimo è dimostrata dalla sua idoneità a spiegare continuativamente i propri effetti negativi sull'organizzazione dell'ente"...A ciò consegue che l'esistenza di "costi impliciti", sia pur riscontrati dall'amministrazione provinciale solo dopo la conclusione del contratto, incideva effettivamente sulla convenienza economica dell'operazione di ristrutturazione del debito, diminuendone la sua stessa efficacia, a nulla rilevando la prospettazione, peraltro meramente formalistica, degli appellanti secondo cui gli strumenti finanziari derivati non sarebbero strumenti di debito e come tale non rientrerebbero nell'ambito di applicazione del ricordato articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 10: è sufficiente replicare al riguardo che i derivati costituivano lo strumento stesso attraverso cui si realizzava concretamente l'operazione di ristrutturazione del debito, così che essi (ed in particolare i loro "costi impliciti", non facilmente riscontrabili dall'amministrazione e neppure dichiarati dalle banche) non possono non rientrare e non essere valutati ai fini della convenienza economica della operazione stessa e negli obiettivi perseguiti con essa".

Orbene, secondo il Consiglio di Stato la presenza di costi impliciti - al momento della stipula dei contratti - non avrebbe permesso all'ente di valutare in concreto la convenienza economica delle operazioni, in violazione degli obblighi informativi sussistenti in capo

all'intermediario, quale causa di invalidità del contratto, seppur fatta valere indirettamente attraverso il meccanismo dell'autotutela²⁸⁶.

Nessuna rilevanza è stata data al principio (invocato dalle banche)

²⁸⁶ Si legge nel testo della sentenza "...l'esistenza di costi impliciti piuttosto che incidere sulla formazione della volontà contrattuale incidono sul procedimento amministrativo facendo mancare un elemento essenziale all'aggiudicazione. Le decisioni della amministrazione provinciale si sono basate esclusivamente sulla documentazione tecnica presentata dalle partecipanti alla gara non essendo prevista attività di negoziazione circa il contenuto dei contratti..." . Sul punto ci pare interessante richiamare una recente decisione di merito che presenta alcune singolari analogie con il decisud del Consiglio di Stato: Trib. Orvieto, 12.04.2012, in *www.ilcaso.it*, secondo il quale perché sia garantito un sano equilibrio tra le posizioni dei due contraenti, è indispensabile che lo scambio di flussi legato al differenziale tra i due rispettivi tassi di interesse, al momento della stipula dell'operazione, sia pari a zero, "altrimenti il contratto partirà squilibrato a favore di uno dei due contraenti, evidenziando una possibile patologia della fattispecie negoziale". In sostanza, il Tribunale di Orvieto ha censurato quel comportamento degli istituti bancari, largamente diffuso nella prassi, consistente nell'occultare una situazione di *mark to market* negativo per il cliente già al momento della stipula dello *swap*. Secondo il Tribunale di Orvieto non può avere senso per un cliente (e men che meno per un ente pubblico) l'acquisto di un prodotto *swap* che presenti, già al momento della sua sottoscrizione, un flusso di cassa negativo in quanto, in tali casi, ciò che viene a mancare è la stessa causa concreta del contratto di *swap*, ossia lo "scopo pratico del negozio". Tale carenza di causa concreta – ove riscontrata – inficia la validità genetica del contratto, alla luce del principio generale di cui all'art. 1418, secondo comma, cod. civ. Peraltro, il ragionamento generale sopra sviluppato non impedisce al nostro ordinamento di consentire l'ingresso a figure di strumenti derivati caratterizzati da un iniziale squilibrio di prestazioni tra le parti: è il caso dei derivati cosiddetti *non par* che, come pure precisato dalla Consob in sede di audizione parlamentare, "presentano al momento della stipula un valore di mercato negativo per una delle controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato". Il Tribunale di Orvieto ha evidenziato che i derivati cosiddetti *non par* necessitano di un indispensabile correttivo iniziale: l'erogazione di un *up front* (ossia di una somma di denaro) a favore del cliente, in misura tale da compensare integralmente la situazione di squilibrio finanziario tra le parti. In altre parole, perché un contratto derivato *non par* sia legittimo, occorre che l'*up front* sia dello stesso ammontare del valore di mercato negativo del contratto. Nel caso di specie, i giudici hanno verificato che tutte le operazioni sottoscritte dal Comune di Orvieto presentavano, al momento della loro stipula, un differenziale iniziale negativo per l'ente pubblico e che gli *up front*, ancorché erogati in qualche caso dalla banca, non erano di entità tale da riequilibrare il valore negativo del *mark to market*. Per di più, nei casi di prodotti *swap* sottoscritti dal Comune con la finalità di rinegoziare precedenti derivati che già avevano prodotto dei flussi di cassa negativi per l'ente, il Tribunale ha rimarcato l'estraneità di tali operazioni rispetto alle finalità istituzionali generalmente perseguibili da una pubblica amministrazione locale che è ammessa dalla legge ad impegnarsi in operazioni di strumenti derivati soltanto a fini conservativi (art. 41, legge 448/2001; art. 3, d.m. 389/2003). V. ancora sui costi impliciti il recente scritto MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 609; per il quale "se si considera «occulto» un costo che non emerge dal contratto, i costi non sono occulti perché sono ricavabili dai dati oggetto delle successive rilevazioni e dei successivi calcoli che sono espressi in contratto. Altro è che le formule siano intrasparenti. Se, invece, si considera «occulto» un costo che non è indicato come tale, con la specifica indicazione che si tratta di una voce autonoma che incide sul complesso delle condizioni contrattuali, i costi sono occulti".

di tutela dell'affidamento sulla legittimità dell'aggiudicazione, potendo anzi ascrivere alla responsabilità delle stesse banche la omessa enunciazione, al momento della presentazione della loro offerta, dei predetti "costi impliciti"²⁸⁷.

Va comunque detto che le banche intermediarie hanno reiteratamente contestato la stessa sussistenza, all'inizio dell'operazione, di quel differenziale negativo tra *cap* e *floor* che avrebbe costituito la fonte dello squilibrio economico iniziale nella struttura del derivato. Quindi, ritenendo di non potere autonomamente verificare la fondatezza di tale asserzione, giacchè basata su considerazioni tecniche di natura economico-finanziaria, i giudici del Consiglio di Stato hanno disposto una consulenza tecnica d'ufficio al fine di fare accertare l'effettiva convenienza dell'operazione per la Provincia, alla luce dell'art. 41, legge n. 441/2001, rinviando al suo esito la decisione finale dell'appello²⁸⁸.

²⁸⁷ UCCIARDELLO, *Potere di autotutela, strumenti derivati e finanza pubblica alla luce della sentenza del consiglio di stato, sez V, 7 settembre 2011*, in www.ianus.it, n.5-2011. L'A. osserva come "la presenza di costi impliciti nell'operazione di ristrutturazione del debito che non sono stati rilevati dalle controparti e che era di impossibile rilevazione per la pubblica amministrazione ha fatto cadere il presupposto logico alla operazione di affidamento visto che l'attività della pubblica amministrazione è retta dal principio della convenienza economica. In questo contesto si evidenzia come l'attività della pubblica amministrazione sia indirizzata tout court a principi pubblicistici e di interesse generale pertanto nel ricorso agli istituti privatistici non può prescindere da questo elemento su cui invece deve fondare le proprie scelte economiche". Sul principio generale dell'affidamento cfr. CERULLI IRELLI, *Note critiche in tema di attività amministrativa secondo modelli negoziali*, in *Dir. Amm.* 2003, 244.

²⁸⁸ Con ordinanza n.1412 del 13.03.2012, di cui si riportano ampi stralci, il Consiglio di Stato, V Sez. ha disposto: "RILEVATO CHE il consulente tecnico d'ufficio ha ritualmente depositato la relazione di consulenza in data 20 gennaio 2012, rispondendo a tutti i quesiti formulati e dando altresì atto dell'effettivo contraddittorio svolto con i consulenti nominati dalle parti in causa;g) nell'imminenza dell'udienza pubblica di discussione, fissata per il 28 febbraio 2012 e regolarmente tenutasi, le parti hanno ulteriormente illustrato le proprie tesi difensive;h) in particolare

7.1. -Consiglio di Stato, 27 novembre 2012, n.5962

Con la sentenza n. 5962 del 27 novembre 2012, il Consiglio di Stato ha definito la controversia in materia di contratti derivati fra la Provincia di Pisa e le banche Dexia Crediop e Depfa²⁸⁹, ribaltando la sentenza di primo grado che aveva dato ragione all'Amministrazione

la difesa dell'Amministrazione provinciale di Pisa ha decisamente contestato le risultanze della relazione di consulenza, lamentandone l'erroneità sia quanto all'impostazione metodologica, sia quanto alle modalità di individuazione dei c.d. costi impliciti degli swap stipulati, sia in ordine alle complessive conclusioni raggiunte dal consulente tecnico d'ufficio, a suo avviso inattendibili, irragionevoli ed abnormi, ciò sulla scorta delle puntuali e circostanziate osservazioni del prof. [...], allegata alla produzione documentale del 6 febbraio 2012, proprio consulente, il cui apporto collaborativo, anche nel corso della consulenza tecnica d'ufficio, sarebbe stato in definitiva ingiustamente sottovalutato e disatteso senza adeguata motivazione; i) la difesa dell'Amministrazione provinciale di Pisa ha pertanto insistito, anche nel corso della discussione orale, nella necessità di un'adeguata integrazione della consulenza tecnica d'ufficio o quanto meno in una richiesta di chiarimenti al consulente tecnico d'ufficio, anche al fine di valutare in contraddittorio eventuali ulteriori documenti forniti dalle banche, utili e necessari alla corretta definizione della controversia; CONSIDERATO CHE: [...] i rilievi svolti dal [...], consulente dell'Amministrazione provinciale di Pisa, allegati alla produzione documentale del 6 febbraio 2012, risultano essere prima facie quanto meno in parte diversi ovvero diversamente articolati rispetto a quelli contenuti nella relazione, dallo stesso cattedratico prodotta nel corso delle operazioni peritali, e depositata dall'ausiliare del giudice in allegato a quella d'ufficio; o) l'indiscutibile tecnicità (di natura finanziaria e di matematica finanziaria) sia dei predetti rilievi, sia delle argomentazioni svolte dal consulente tecnico d'ufficio, considerazioni peraltro indispensabili ai fini dell'espletamento dell'incarico conferitogli, nonché la assoluta novità delle questioni di cui è stato investito il giudice amministrativo, rendono necessario ed opportuno deferire al [...], consulente tecnico d'ufficio, un supplemento d'indagine in contraddittorio tra le parti, al fine di fornire gli opportuni chiarimenti innanzitutto sui rilievi formulati del predetto consulente tecnico di parte, oltre che sull'effettività o sulla virtualità della individuazione del costo dei contratti di swap sottoscritti dall'Amministrazione provinciale di Pisa, oggetto di controversia, e sulla effettiva utilità economica derivata all'amministrazione dall'operazione finanziaria esaminata; p) ai fini del conferimento del predetto supplemento di consulenza tecnica d'ufficio [...]. Il Consiglio di Stato in sede giurisdizionale (Sezione Quinta): 1) Dà mandato [...] a) di esaminare i rilievi critici formulati dal prof. [...] con l'atto in data 18 gennaio 2012; b) di svolgere le conseguenti opportune osservazioni ed eventuali controdeduzioni al fine di dare risposta completa ed esaustiva ai quesiti formulati con l'atto di conferimento dell'incarico di consulenza, quesiti che si intendono confermati, dando espressamente conto delle eventuali ragioni per le quali quei rilievi possono o meno essere accolti, anche in misura parziale; c) di fornire, sempre con riferimento ai quesiti sottopostigli, gli opportuni chiarimenti in ordine alle argomentazioni ed osservazioni svolte circa l'effettività o sulla virtualità della individuazione del costo dei contratti di swap sottoscritti dall'Amministrazione provinciale di Pisa, oggetto di controversia ed all'effettiva utilità economica derivata all'amministrazione dall'operazione finanziaria; d) di riassumere sinteticamente, nella parte del supplemento di relazione dedicato alla definitiva risposta ai quesiti formulati, le eventuali contrapposte tesi delle parti e le ragioni per le quali esse possono o meno essere condivise, ed in che misura..." In pratica il Consiglio di Stato ha chiesto un supplemento di indagine al CTU designato, sulla scorta dei rilievi del consulente tecnico di parte nominato dall'amministrazione provinciale di Pisa.

²⁸⁹ Cons. Stato, sez. V, 27.11.2012, n. 5962, in www.ilcaso.it

provinciale di Pisa, stabilendo che sono legittimi i provvedimenti con i quali la pubblica amministrazione provvede ad annullare, in via di autotutela, i propri atti di affidamento ad un intermediario finanziario di contratti derivati (*interest rate swap*) che si siano rivelati privi di convenienza a causa di una disparità tra le posizioni contrattuali iniziali che ha portato ad uno squilibrio a carico ed a sfavore della stazione appaltante²⁹⁰.

La sentenza, piuttosto lunga e complessa, riprende dettagliatamente i diversi aspetti tecnico-finanziari analizzati nella consulenza tecnica d'ufficio disposta per accertare se l'operazione, con cui l'Amministrazione provinciale di Pisa aveva provveduto alla gestione attiva del proprio indebitamento ed alla ristrutturazione del debito, attraverso l'operazione in strumenti finanziari (derivati), fosse da considerarsi effettivamente conveniente o meno dal punto di vista economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 41 della legge n. 441 del 2001, ed in particolare se gli swap stipulati fossero stati caratterizzati o meno da costi impliciti non dichiarati ovvero non conoscibili.

Orbene, il Giudice amministrativo ha escluso qualsiasi effetto penalizzante²⁹¹ per la Provincia di Pisa, derivante dalla sottoscrizione del contratto di *interest rate swap* con le banche²⁹².

²⁹⁰ Tar Toscana Firenze Sez. I, Sent., 11-11-2010, n. 6579 cit., in *Riv.it.dir.pubb.comun.*, 2011, 1, 155.

²⁹¹ Il Consiglio di Stato osserva che “a riprova della correttezza di tali conclusioni, ed in particolare che le condizioni dello swap stipulato dalla Provincia di Pisa non presentava per quest'ultima aspetti

penalizzanti, il consulente tecnico d'ufficio ha proceduto a due analisi comparative, confrontando i risultati ex post con copertura alternativa swap plain vanilla e svolgendo una valutazione congiunta del bond e del derivato. Quanto alla prima ("confronto risultati ex post con copertura alternativa swap plain vanilla), premesso che "da una valutazione ex post non può non emergere che la Provincia, se non avesse sottoscritto il derivato, avrebbe avuto il vantaggio economico di pagare un tasso variabile che dal secondo semestre del 2008 è inferiore al livello del floor al quale è attualmente esposta", è stata esaminata l'ipotesi che la Provincia di Pisa avesse scelto una copertura alternativa allo swap, meno sofisticata, sottoscrivendo uno swap plain vanilla variabile contro fisso al tasso del 4,84% rilevabile alla data della stipula sul mercato per strumenti di pari durata con medesimo profilo amortising (durata contrattuale 17 anni, duration 7,05): rispetto a tale scelta, il collar effettivamente sottoscritto dall'Amministrazione Provincia le ha procurato un beneficio per minori oneri pari a 20 bps, con conseguente risparmio al 30 dicembre 2011 di circa €. 400,000 (e con un risparmio complessivo, se fino alla scadenza dovessero persistere gli attuali interessi, di circa €, 1,2 mln, come esposto nell'apposita tabella riassuntiva). Quanto alla seconda ("Valutazione congiunta del bond e del derivato"), il consulente ha rivelato con riferimento al bond che la Provincia di Pisa ha beneficiato di uno spread molto favorevole (0,063%), inferiore anche a quello corrisposto da titoli governativi italiani di stessa durata e a quello applicato a fronte del rischio di controparte sul derivato (0,40%) e che gli eventuali effetti favorevoli anche per le banche avrebbero comunque avuto incidenza sui costi amministrativi e sui parametri di rischiosità propri del debito e non confluiti sul tasso del prestito....".

²⁹² Di particolare interesse è la disamina tecnica che il Consiglio compie circa la determinazione del valore equo del derivato sulla scorta delle osservazioni del consulente d'ufficio. Secondo il giudice amministrativo: "Per quanto concerne la determinazione del valore equo del derivato (paragrafo 8), è stato innanzitutto osservato che esso rileva sia nel momento della rilevazione iniziale, perché rappresenta il dato di confronto per la valutazione successiva, sia periodicamente per il calcolo dei risultati economici, e che, al momento della stipula del contratto, il derivato di cui si discute non era scambiato su un mercato attivo, così come le sue singole componenti (i livelli di cap e di floor erano stati infatti fissati secondo specifiche esigenze delle parti non coincidenti né con i prezzi di mercato, né con le scadenze riportate dagli information provider); inoltre anche il nozionale di riferimento non presentava una size standard, ma era di tipo amortising, in quanto i valori decrescenti su base semestrale erano tarati sulle caratteristiche del piano di ammortamento del prestito obbligazionario (Provincia di Pisa 2007 – 2004). Il predetto derivato costituiva pertanto uno strumento Over - The - Counter (OTC), cioè trattato al di fuori del mercato, caratteristica che incideva fortemente sulla sua valutazione, non potendo desumersi il suo valore dall'esame di altre operazioni correnti di mercato relative allo stesso strumento finanziario, né potendo utilizzarsi tecniche valutative le cui variabili includano esclusivamente dati derivanti da mercati osservabili ed essendo quindi necessario "l'utilizzo di modelli valutativi che contemplino fattori non direttamente osservabili sul mercato, da cui discende una rilevazione iniziale con impatto quasi nullo sul conto economico dell'intermediario; in tal caso, utile o perdita emergono, solo dopo la contabilizzazione iniziale, nei limiti in cui variano i fattori (inclusa la variabile temporale) considerati nella determinazione del prezzo". È stato quindi spiegato che "il valore equo del derivato presenta sempre un valore positivo e risulterà pari a zero solo in situazioni teoriche di completa equivalenza finanziaria dei due flussi stimati a condizioni di mid - market tra controparti bancarie aventi medesimo rating. Nel caso in cui questa equivalenza finanziaria non sussista, può essere previsto un importo corrisposto up - front volto a ristabilirla", aggiungendo anche che "ponendosi nella posizione di valutatore esterno, in assenza di informazioni sulle complessive caratteristiche di rischiosità dell'operazione, vengono generalmente effettuate valorizzazioni utilizzando quotazioni intermedie tra i valori denaro/lettera", valutazione che "...non consente di includere le specificità dell'operazione legate ai rischi di controparte, liquidità, legale, nonché dei costi amministrativi". Secondo il consulente tecnico d'ufficio tutte le valutazioni durante la vigenza del contratto devono essere volte a determinare il valore equo del derivato e la variazione di detto valore è rilevata nel conto economico dell'intermediario in ciascun esercizio, sotto forma di componente positivo o negativo del reddito (alimentando il risultato netto dell'attività di negoziazione; di contro si rileverà una posta rispettivamente nell'attivo o nel passivo dello stato patrimoniale); quindi la variazione del valore del derivato si determina perciò confrontando

Nel merito della questione oggetto di causa, è stato rilevato che la convenienza economica delle operazioni di ristrutturazione del debito degli Enti locali, ai sensi dell'art. 41 L. 28 dicembre 2001, n. 448 è rimessa alla discrezionalità dei singoli Enti, e quindi non solo la scelta dello strumento più adeguato da utilizzare per conseguire l'obiettivo, ma anche la concreta, responsabile e consapevole determinazione della scelta²⁹³.

In particolare, è stato osservato che l'operazione realizzata dalla Provincia di Pisa, mediante contratti swap, era da considerarsi economicamente conveniente e che non esisteva un obbligo delle banche di dichiarare i costi impliciti, peraltro presenti ma non influenti ai fini di una determinazione negativa.

gli importi alla data di valutazione con il valore risultante dalla contabilità aziendale. Più in particolare, sempre secondo la puntuale analisi dell'ausiliare, il fair value "è desumibile dal valore attualizzato dei flussi di cassa attesi in base alle previsioni sugli andamenti delle variabili di mercato e tenuto conto almeno della rischiosità creditizia della controparte. La tempistica con cui vengono pagati i flussi di cassa, come anche il segno di tali flussi, dipende dalle caratteristiche contrattuali del derivato. Non esiste un legame tra flussi incassati o pagati e valore positivo o negativo del derivato stesso, in quanto i flussi scambiati attengono al periodo appena trascorso, mentre i valori equi si riferiscono ai flussi finanziari futuri nella misura a quel momento determinabile", potendo così verificarsi che il derivato con valori positivi dia luogo, nel periodo al termine del quale si opera la valutazione, a flussi di cassa negativi e viceversa. A conforto di quanto esposto è stato evidenziato che, secondo il principio contabile IAS 39, il fair value viene definito come il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e indipendenti, e che i ricordati principi contabili indicano dettagliatamente le modalità tecniche ed operative per giungere alla determinazione del fair value, dovendo a tal fine innanzitutto verificarsi se lo strumento finanziario derivato è quotato in un mercato ovvero lo sono le parti che lo compongono (in tal caso coincidendo con il prezzo espresso dal mercato)".

Innanzitutto, per quanto attiene ai costi impliciti dei contratti swap, il Consiglio, condividendo l'analisi e le conclusioni del consulente tecnico d'ufficio, ha ritenuto che nell'esercizio del potere di valutazione delle Pubbliche Amministrazioni (nel caso di specie l'amministrazione provinciale di Pisa), in relazione alla ristrutturazione del debito, i "costi impliciti" delle operazioni "swap" non costituiscono un costo effettivo, cioè una somma effettivamente sostenuta, rappresentando soltanto il valore che lo swap avrebbe potuto avere in una astratta ed ipotetica contrattazione (ma assolutamente irrealistica e non vera), Contrattazione che, nel caso degli enti locali, non sarebbe neppure giuridicamente possibile, essendo a tal fine necessaria evidentemente un'autorizzazione legislativa del tutto analoga a quella contenuta nell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, che ha consentito la rinegoziazione dei mutui già contratti.²⁹⁴

²⁹⁴ Per il Consiglio di Stato: "in ogni caso i predetti costi impliciti (€ 320.000), quand'anche fossero di per sé rilevanti nell'ambito della presente cognizione (sui cui limiti si è già avuto modo di sottolineare in precedenza), essendo ampiamente ricompresi nella soglia di € 402.000 (utile dell'operazione di rinegoziazione dei mutui contratti prima del 31 dicembre 1996), non sarebbero di per sé sufficienti a determinare una valutazione negativa circa la convenienza economica della complessiva operazione di ristrutturazione del debito posta in essere dall'amministrazione pro-vinciale di Pisa. E' appena il caso di segnalare che il consulente, ad ulteriore conforto della correttezza e della ragionevolezza delle proprie argomentazioni e della valutazione della convenienza anche dell'operazione in contratti derivati, ha esaminato anche le possibili alternative che l'amministrazione provinciale avrebbe potuto percorrere per raggiungere l'obiettivo dichiaratamente perseguito, cioè la tutela da eventuali aumenti dei tassi di interesse, individuandole in uno strumento finanziario disponibile sul mercato finanziario (swap plain vanilla), meno sofisticato di quello effettivamente stipulato, rispetto al quale quello effettivamente stipulato ha consentito un risparmio di circa € 400.000. Ciò rende del tutto ultroneo il richiamo operato dalla difesa dell'amministrazione provinciale di Pisa ad alcune relazioni di consulenza tecnica d'ufficio (ritualmente depositate) che sono state espletate in altri giudizi, asseritamente analoghi a quello in esame, tanto più che non risulta che i quesiti formulati ai relativi consulenti siano identici a quelli sottoposti al consulente del presente giudizio e che in ogni caso le conclusioni di tali elaborati si limitano a confortare le tesi

Per cui laddove il valore del contratto derivato (*Mark to Market* calcolato con riferimento ai tassi *mid-swap*) sia inizialmente negativo per l'ente locale, tale valore non può essere identificato *tout court* con costi impliciti posti a carico di quest'ultimo

Per i giudici amministrativi, il valore iniziale del derivato, a prescindere dalla sua natura più o meno astratta, non può in ogni caso, da un lato, essere pari a zero, dall'altro, rappresentare l'effettivo valore (*fair value*) del derivato stesso. Ciò in quanto, secondo il CdS, è del tutto corretto da parte degli istituti di credito, ed anzi per loro obbligatorio, al fine di determinare l'effettivo valore del derivato, applicare delle componenti correttive, tenuto conto delle caratteristiche specifiche delle operazioni realizzate con i clienti, dell'assenza di *collateral* (garanzie), del rischio di tasso, del rischio di credito/controparte, del rischio di modello, della volatilità, del costo del *funding*, dei costi amministrativi e della remunerazione del capitale.

Si tratta, per i giudici amministrativi - come è stato sottolineato in qualche primo commento²⁹⁵ - di componenti correttive che il terzo (in questo caso la Provincia) deve necessariamente sostenere quale necessario "prezzo" di accesso al mercato dei derivati, posto che questi ultimi sono strutturati e "tagliati su misura" dalla banca per rispondere

dell'amministrazione, già esaminate, valutate e confutate adeguatamente e convincentemente dal consulente tecnico d'ufficio..".

²⁹⁵PARLATORE- GERONZI, *Derivati ed Enti locali: per il CdS il Mark-to-market non rappresenta costi impliciti*, in *www.ilsole24ore-lex24*

alle esigenze dell'ente. Applicando tale metodo, l'effettiva entità dei costi impliciti, pertanto, è data dal *Mark to Market* (calcolato ai tassi *mid-swap*) meno i valori delle singole componenti correttive ragionevolmente definiti; fermo restando, come detto, che si tratterebbe comunque di costi impliciti meramente virtuali e non effettivi. Nella fattispecie, il Ctù ha individuato costi impliciti per circa 320.000 euro, secondo una valutazione prudentiale, a fronte di quelli indicati dalla Provincia per oltre 1.3 milioni di euro.

Pertanto, prosegue il Consiglio, i predetti costi impliciti non sarebbero di per sé sufficienti a determinare una valutazione negativa circa la convenienza economica della complessiva operazione di ristrutturazione del debito posta in essere dalla Pubblica Amministrazione considerata²⁹⁶.

²⁹⁶ Sul punto il Consiglio di Stato osserva che: *“la convenienza economica...non è stata consapevolmente valutata né dalla commissione né successivamente dalla Giunta Provinciale. La selezione dei partecipanti alla gara ufficiosa è av-venuta sulla base di parametri non definitivi; ne è conferma che limitatamente al prestito obbligazionario la Provincia aveva quantificato la convenienza economica dell'offerta Dexia/Depfa in €. 530.000, successivamente ri-determinata dalle Banche in €. 409.000 a seguito dell'accorciamento della durata”, rilevando, sempre ai fini della valutazione della convenienza economica, che non è possibile scindere l'obbligazione dal derivato, stante la sostanziale unicità della complessiva operazione (sottolineata anche dalle tesi difensive dei difensori della Provincia di Pisa) e che in ogni caso al momento della stipula del contratto non erano disponibili tutte le informazioni necessarie per tale valutazione (infatti le condizioni del prestito proposto e quelle del derivato non erano definitive e la valutazione di eventuali costi del derivato al momento della delibera si sarebbero discostati da quelli riferibili al giorno della sottoscrizione del derivato, anche nel caso in cui le caratteristiche fossero state definite). Il consulente ha ancora evidenziato, sempre con riferimento alla finalità dell'operazione, che “...si è prestata prevalente attenzione ad un'ottica di breve periodo anche con riferimento all'analisi di convenienza economica”, in quanto “il confronto tra le soluzioni proposte e i mutui preesistenti evidenzia per tutto <convenienze di cassa per i primi cinque anni>, con minori oneri all'inizio dell'operazione che diventano più elevati all'avvicinarsi della scadenza dell'operazione (cfr. in proposito allegato n. 1 del Verbale di gara – III° seduta della Commissione insediata per la <Gara ufficiosa per l'affidamento della ristrutturazione di parte del debito della Provincia di Pisa> del 13 dicembre 2006” e che “...comunque che il prestito obbli-gazionario è stato deliberato molto prima rispetto al perfezionamento dello swap, di fatto limitando la possibilità di una*

Per quanto attiene alla dedotta violazione degli obblighi di trasparenza in capo all'intermediario relativi ad eventuali costi impliciti connessi all'operazione in contestazione, il Consiglio osserva che, in ogni caso, anche a prescindere da qualsiasi considerazione circa la natura dei costi impliciti, laddove, come nel caso di specie, l'amministrazione abbia scelto attraverso una gara ufficiosa, l'intermediario finanziario cui affidare l'operazione di ristrutturazione del proprio debito, ed il fatto che la predetta scelta fosse sostanzialmente conseguente alla valutazione (compiuta) da un'apposita Commissione²⁹⁷ della proposta (di ristrutturazione), consente di escludere ragionevolmente la pretesa violazione degli

valutazione congiunta"; egli, poi, premesso che ai fini della valutazione della convenienza economica dell'operazione deve tenersi conto che essa aveva la specifica finalità di copertura dal rialzo del tasso di interesse, ha quindi concluso rilevando che "...detta convenienza vada valutata tenendo conto delle alternative disponibili per perseguire il citato obiettivo..."; che "...la sottoscrizione del collar, rispetto alla alternativa dello swap plain vanilla, ha presentato ex post risultati migliori. Difficile ricostruirne la convenienza ex ante non potendo conoscere quale sarebbe stato la maggiorazione di tasso rispetto al mid swap applicato dalle Banche in quella circostanza" e che "nel confrontare la situazione ante ristrutturazione con quella attuale, si deve considerare che i costi sostenuti trovano giustificazione nel perseguimento dell'obiettivo di mutare le modalità di indicizzazione del debito e, per tale motivo, la Provincia ha dovuto comunque pagare un onere di accesso al mercato...".

²⁹⁷ Si tratta di una Commissione tecnica istituita con deliberazione della Giunta provinciale n. 155 del 30 dicembre 2005 e formata dal Segretario generale, dal Direttore generale, dal Responsabile del Servizio Ragioneria e dal Direttore della Provincia di Prato. Si legge in sentenza "l'operazione di ristrutturazione del debito (risalente al 2005) è consistita "...nella riconversione dei mutui contratti successivamente al 31.12.96 [16 mutui pari a €. 95,5 mln sottoscritti con 4 diversi istituti di credito, Banca Opi – ora Banca Intesa Infrastrutture Sviluppo per €. 45,9 mln; MPS per €. 25,3 mln; Dexia Crediop per €. 14,1 mln e Depfa Bank €. 10,1 mln] in un prestito obbligazionario e l'abbinamento di uno strumento derivato". Dei ventinove istituti bancari invitati alla gara ufficiosa ne sono stati selezionati quattro (Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.; A.T.I. MPS/Banca Toscana; A.T.I. Dexia Crediop/Depfa Bank e A.T.I. Banca Opi/Banca Intesa Infrastrutture Sviluppo), tra cui una commissione tecnica (istituita con deliberazione della Giunta provinciale n. 155 del 30 dicembre 2005 e formata dal Segretario generale, dal Direttore generale, dal Responsabile del Servizio Ragioneria e dal Direttore della Provincia di Prato) ha poi individuato nell'A.T.I. Dexia Crediop/Depfa Bank l'intermediario con cui effettuare l'operazione di ristrutturazione del debito".

obblighi di informazione in ordine al valore dello swap ed a quello dei suoi elementi correttivi, ai fini della determinazione del fair value²⁹⁸.

Conseguentemente, deve escludersi per il CdS un comportamento negligente o imperito dell'intermediario qualora la selezione sia avvenuta attraverso un'apposita Commissione e non siano emersi dati, elementi od indizi utili a far ritenere un carente ovvero inadeguato scambio di informazioni fra soggetto abilitato e contraente.

Secondo il giudice amministrativo, solo nella comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 la Consob ha indicato, tra le misure di trasparenza da adottarsi dagli intermediari finanziari, quella di "...effettuare la scomposizione (c.d. unbundling) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario del cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale

²⁹⁸ Per il Consiglio di Stato :*" Non vi è in altri termini alcuna prova, neppure indiziaria, di un preteso comportamento scorretto, non diligente e poco trasparente, finalizzato a non servire al meglio l'interesse del cliente (ex art. 21 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, invocato dalla difesa dell'amministrazione), né può assumersi che le banche appellanti abbiano agito senza acquisire le informazioni necessarie dai clienti e senza operare in modo che essi fossero sempre adeguatamente informati, ciò essendo smentito dalle stesse peculiarità, sopra evidenziate, degli swap stipulati, evidentemente calibrati sulle specifiche esigenze dell'amministrazione provinciale. Non vi è dubbio poi che, come correttamente rilevato dal consulente tecnico d'ufficio, più stringenti oneri di informazione siano stati introdotti per effetto del recepimento della direttiva 21 aprile 2004, n. 2004/39/CE, ad opera del D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164, entrata in vigore il 1° novembre 2007, successivamente all'operazione di ristrutturazione in questione, irrilevante essendo la circostanza che la direttiva comunitaria fosse entrata in vigore già nel 2004, atteso che l'articolo 70 ("Attuazione"), nel disporre al primo comma che "gli Stati membri adottano le disposizioni legislative, regolamentari ed 48 amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva entro il 31 gennaio 2007...", specifica al secondo comma che "essi (id est, gli Stati membri, applicano tali disposizioni dal 1° novembre 2007".*

componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita – che gravano, implicitamente o esplicitamente sul cliente”²⁹⁹.

Infine, conclude il Consiglio, benché non possa ragionevolmente enfaticamente la circostanza che l’amministrazione provinciale di Pisa avesse già nel passato stipulato altri contratti derivati (swap), ciò nondimeno non può neppure sottacersi che sussisteva certamente, o quanto meno poteva ragionevolmente pretendersi, un onere di diligenza nell’informarsi puntualmente e richiedere alle banche circostanziate notizie sui predetti contratti derivati, onde poter consapevolmente indirizzare le proprie scelte.

La sentenza del Consiglio di Stato sembra porsi in controtendenza rispetto al più recente orientamento della giurisprudenza civile precedentemente esaminato ed alla sentenza di condanna del Tribunale penale di Milano del 19 dicembre 2012, secondo il quale un giudizio di liceità delle commissioni implicite sarebbe in contrasto con i principi

²⁹⁹Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009- *“Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”* consultabile sul sito www.consob.it. La comunicazione tratta la distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti finanziari illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti assicurativo-finanziari, derivati) che costituiscono parte significativa del portafoglio delle famiglie italiane. La comunicazione raccomanda agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi del prodotto illiquido distribuito, nonché di presentare confronti con prodotti semplici e noti che agevolino scelte consapevoli. Il documento definisce inoltre in dettaglio misure di correttezza in relazione alla determinazione del prezzo dei prodotti illiquidi. Il documento sottolinea la necessità, da parte dell’intermediario, di una conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all’orizzonte di investimento, da valutarsi autonomamente, in maniera da garantire i più adeguati consigli. Adottata a seguito di un’ampia consultazione, la comunicazione si inserisce nell’ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento intermediari, con cui la Commissione fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo di derivazione comunitaria (Mifid). V. CARLANDO, *Livello 3 MiFID. Prime riflessioni alla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009*, in www.dirittobancario.it

che, nel nostro ordinamento sono a base del ricorso allo strumento dei derivati da parte degli enti locali (art 41 comma 1 L 448/2001; DM 389/2003), la cui finalità può essere unicamente quella di assicurare all'ente la copertura dell'indebitamento³⁰⁰.

La giurisprudenza civile, in particolare, ha osservato che l'applicazione di commissioni implicite da parte della banca deve ritenersi contraria ai noti obblighi di correttezza e trasparenza di cui l'art. 21 TUF è espressione per la normativa di settore.

³⁰⁰ Cfr. Trib. Pescara, 3.10.2012, in *www.ilcaso.it*: "Nei contratti derivati IRS l'upfront costituisce un'efficace indicatore della presenza di un rischio connaturato alla struttura contrattuale e impone all'intermediario un particolare dovere di consulenza fedele, atteso che l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza deve ritenersi connaturato al contratto di intermediazione finanziaria, tanto più nel caso in cui l'intermediario si ponga come diretta controparte dell'operazione. L'obbligo di informazione e trasparenza della Banca si pone anche in relazione alle c.d. commissioni implicite, individuabili nella differenza (non riequilibrata con il ricorso ad up front) fra il mark to market (inteso quale valore di mercato del contratto stimato attualizzando i flussi di cassa attesi) dei pagamenti dell'Ente ed il mark to market dei pagamenti in capo alla Banca. Se è vero che all'intermediario sono imposti obblighi di informazione circa la natura, i rischi e le implicazioni dell'operazione, con riguardo alla negoziazione di prodotti derivati, tali obblighi devono tradursi anzitutto nella puntuale illustrazione al cliente dei meccanismi del prodotto, in maniera tale che, prima di sottoscrivere il contratto, il cliente sia correttamente informato sull'idoneità dello strumento finanziario a perseguire le finalità di copertura richieste; gli obblighi di informazione in questione devono, altresì, tradursi nell'indicazione chiara dei reali costi della struttura, ivi compresi quelli di produzione del derivato addebitati al cliente ed il margine effettivamente lucrato dall'intermediario che si ponga come controparte diretta. Il diritto dell'intermediario alla maturazione di commissioni atte a remunerare l'attività di allestimento della struttura ed il rischio insito nelle operazioni in conto proprio è in contrasto con la pattuizione contrattuale che escluda la possibilità di porre commissioni a carico del cliente il cui addebito si configurerebbe come indebito pagamento."; Trib. Pescara, 24.10.2012, in *www.diritto bancario.it*: "Nell'ambito dei contratti di swap, il pagamento di commissioni volte a remunerare il servizio offerto dall'intermediario deve essere espressamente pattuito in quanto si tratta di oneri che non trovano giustificazione in relazione allo strumento contrattuale di un negozio aleatorio di scambio, a base commutativa, la cui causa è configurabile nello scambio di pagamenti assunti con due parametri differenti, nell'ambito del quale è previsto il meccanismo dell'up front in favore della parte onerata dell'IRS non par, quale indice di rischiosità del prodotto ed anche il corrispettivo da pagare per uscire dal contratto. In tale contesto, non vi è spazio per il riconoscimento di un lucro costituito dalla differenza del MTM di stipula del nuovo contratto al netto del MTM di estinzione del contratto rinegoziato". Cfr. Trib. Orvieto, (ord), 12.04.2012 cit., in *www.ilcaso.it*, per il quale "...nell'ipotesi di contratto non par (ovvero non presentante, al tempo della sottoscrizione, un differenziale nullo), qualora la misura dell'up front non valga a ristabilire la condizione di parità tra le parti, l'operazione dovrà ritenersi affetta da squilibrio genetico e pertanto qualificarsi nulla per difetto di causa in concreto; Trib. Milano, 19.04.2011, cit., in *www.ilcaso.it*.

Orbene la decisione del Consiglio di Stato è destinata sicuramente ad avere effetti rilevanti e forse anche deflattivi sull'ampio contenzioso tra Enti locali ed intermediari finanziari in materia di contratti derivati. Tuttavia, giova osservare che la partita fra l'Amministrazione provinciale di Pisa e gli intermediari è stata risolta esclusivamente sulla scorta della consulenza tecnica di ufficio, pertanto, non è da escludere che in un prossimo futuro, lo scontro potrebbe sostanzialmente spostarsi su di un piano prettamente tecnico, tra i consulenti delle parti e, in caso di contenzioso, quelli nominati dai giudici.

8. -Gli orientamenti della giurisprudenza della Corte dei Conti

Nel 2008, la Procura regionale della Corte dei Conti ha convenuto in giudizio i componenti della Giunta Municipale del Comune di Ceprano, deducendo a loro carico la **responsabilità amministrativa** per avere violato colpevolmente gli obblighi di servizio a contenuto cautelare consistenti, in sostanza, nel non aver provveduto a selezionare alcun Advisor ai fini della stipula di un contratto di *swap*; nonché nell'aver finalizzato l'intera operazione ad intenti speculativi. Secondo la Procura, tale condotta avrebbe determinato un danno erariale al Comune, pari alle perdite che l'erario avrebbe subito nel periodo intercorrente tra il secondo semestre 2007 ed il primo semestre 2008.

In particolare, era risultato che la Giunta comunale nell'ottobre del 2004 aveva concluso un'operazione di *interest rate swap con opzione Cap e Floor* con la Banca di Roma al fine di ristrutturare le proprie posizioni debitorie rappresentate da una serie di mutui a tasso fisso per un importo complessivo di € 4.200.000,00, trasformandoli in tal modo in debiti a tasso variabile; da tale operazione, tuttavia, il Comune, invece di conseguire risparmi sui costi relativi all'ammortamento dei mutui, aveva visto crescere le proprie spese per la copertura del servizio del proprio indebitamento, in quanto alle rate del mutuo a tasso fisso si erano aggiunti gli oneri derivanti dall'operazione di swap.

L'istruttoria della Procura contabile aveva accertato che l'operazione di ristrutturazione del debito del Comune di Ceprano era stata avviata nel

settembre 2003 dal Consiglio comunale di Ceprano, che aveva inteso procedere alla trasformazione del proprio indebitamento, passando da un ammortamento a tasso fisso ad uno a tasso variabile, allo scopo di ottenere dei risparmi sui costi relativi all'ammortamento dei mutui³⁰¹.

Contrariamente a quanto stabilito dal Consiglio comunale, la Giunta comunale, violando i limiti del mandato conferitole per il legittimo esercizio della propria competenza funzionale, invece di procedere alla individuazione *dell'advisor*, aveva avviato *l'iter* necessario alla ristrutturazione dell'indebitamento comunale mediante l'operazione di *swap*, fissando autonomamente le condizioni economiche del contratto, alle quali gli aspiranti contraenti avrebbero dovuto far

³⁰¹ Giova rammentare che l'azione di responsabilità viene esercitata dal Pubblico ministero contabile e, cioè, dal Procuratore regionale competente presso le Sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti e, in grado d'appello, dal Procuratore generale rappresentante il P.M. innanzi alle Sezioni d'appello della Corte dei conti. Il P.M. è l'unico soggetto che può attivare l'azione di responsabilità, non potendo il giudice procedere d'ufficio in assenza di domanda di parte. Se, quindi, il P.M. contabile ritiene che non vi siano i presupposti per l'esercizio dell'azione di responsabilità, il processo non avrà inizio. È da notare che l'ente danneggiato, mentre può (anzi deve) segnalare i fatti dannosi alla competente Procura della Corte dei conti per l'eventuale esercizio dell'azione, non può sostituirsi al P.M., attivando il giudizio nei confronti dei presunti responsabili, non essendo titolare dell'azione di responsabilità amministrativa. L'attribuzione del potere di agire in giudizio a un organo neutrale e indipendente, estraneo all'amministrazione, è preordinata a garantire il rispetto del principio di imparzialità e il principio del buon andamento. La posizione del P.M. contabile è uguale a quella del Pubblico ministero presso il giudice ordinario (penale o civile): si tratta di un organo propulsore dell'attività giurisdizionale che ha la funzione, nell'interesse pubblico, di garantire la corretta applicazione della legge. Il P.M. è, quindi, un organo neutrale e imparziale che assume il ruolo di "attore" nel processo contabile per tutelare valori e interessi generali, e non nell'interesse particolare della sola amministrazione danneggiata. vedasi funzioni della Corte dei Conti in www.corteconti.it; BUCCARELLI, *Il sistema delle responsabilità amministrativa e civile nelle società di capitale pubbliche*, op.cit., in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 410 e 440 il quale osserva "come l'atipicità del danno erariale, insieme alla atipicità del soggetto danneggiante in ragione del carattere descrittivo assunto dal concetto di rapporto di servizio, aprono ambiti di azione estremamente ampi nella giurisdizione della Corte dei conti"; MIELE, *La responsabilità contabile concorrente degli amministratori delle società partecipate in caso di insolvenza*, op.cit., in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 450 ss.

riferimento in sede d'offerta.

La Giunta, quindi, decideva autonomamente di non avvalersi della consulenza professionale *dell'advisor*, violando le prescrizioni della Delibera del Consiglio, ma anche violando elementari regole di prudenza gestionale.

Successivamente, la Banca di Roma inviava al Comune un altro schema di contratto nel quale, pur rimanendo inalterata la struttura del contratto, venivano modificati in senso ulteriormente peggiorativo alcuni parametri economici.

Preso atto delle nuove condizioni economiche ulteriormente peggiorative imposte dalla Banca di Roma, la Giunta comunale approvava comunque lo schema di contratto di *interest rate swap* con *opzione Cap e Floor* con la Banca di Roma, autorizzandone la sottoscrizione.

Secondo la Procura regionale l'autorizzazione alla stipula del contratto di finanza derivata nonostante una conosciuta situazione di estrema volatilità del mercato del credito e di progressivo aumento dei tassi d'interesse, avrebbe determinato un complessivo aumento degli oneri pagati dal Comune per il servizio del debito sottostante all'operazione di finanza derivata, con conseguente danno per l'erario comunale.

In pratica, la Giunta, anziché destinare l'operazione di finanza derivata a fini suoi propri di neutralizzazione del rischio di mercato,

l'avrebbe finalizzata ad intenti speculativi, connessi alla 'scommessa' sull'andamento dei tassi d'interesse, così violando sia i paradigmi d'economicità fissati dal Consiglio e, per essi, l'art. 97 Cost. e l'art. 1, l.n. 241 del 1990 e s.m.i., sia l'art. 41 della l. 1.28.12.2001, n. 448.

I componenti della Giunta municipale si sono difesi, sostenendo che la convenienza delle operazioni di *interest rate swap* può essere valutata solo alla scadenza del termine contrattuale (nel 2024), non all'esito dell'andamento dei tassi in soli tre semestri come prospettato dalla procura.

Inoltre, tale *modus operandi* sarebbe risultato confliggente con la natura propria del contratto di *swap* che, come noto, consiste nello scambio di flussi di cassa, aventi natura di interessi, per un determinato periodo di tempo e ciò in quanto tale strumento finanziario risulta conveniente laddove il livello dei tassi fissi nell'ambito dell'intera durata del contratto di *swap* risulti essere superiore o al massimo equivalente rispetto all'andamento dei tassi variabili; proprio perché l'operazione di *swap* si basa, strutturalmente, sul differenziale che matura nel tempo tra il tasso variabile e quello fisso, essa presuppone necessariamente (ed, in particolare, ove l'arco temporale di riferimento sia medio - lungo) che vi siano degli anni in cui il differenziale possa risultare negativo; tale circostanza è connessa a tale tipo di operazione, ma ciò non ha impedito al legislatore di consentire, per gli enti locali, il ricorso a tali strumenti derivati, con ciò escludendo che la valutazione della convenienza

dell'operazione possa essere limitata all'esame di singole annualità, astraendole dal complesso dei risultati conseguibili nel periodo di validità del contratto.

Nello stesso parere tecnico sulla base del quale il Consiglio Comunale si era determinato nel senso di autorizzare l'operazione di *swap*, era correttamente previsto che *"il lungo arco temporale che caratterizza lo swap impedisce ogni tipo di valutazione sulla convenienza economico - finanziaria dell'operazione. Solo alla scadenza del periodo di riferimento sarà possibile valutare se il contratto di swap avrà prodotto le economie sperate"*.

Anche laddove si fosse voluto, per ipotesi, accedere alla tesi della Procura - secondo cui il danno erariale andrebbe valutato per singola annualità e non già nel complesso del periodo temporale di riferimento del contratto stipulato - dovevano comunque considerate le annualità "positive" per l'Ente, vale a dire quelle annualità nelle quali il ragguaglio tra flussi ha generato un **differenziale positivo** per il Comune.

Inoltre, la natura aleatoria del contratto di *interest rate swap* non avrebbe reso, di per sé, non conveniente né, tanto meno, illegittima l'operazione finanziaria in questione dal momento che la stipula del contratto di *swap* da parte degli Enti pubblici, costituendo uno strumento espressamente previsto dalla norma di fonte primaria (art. 41 della legge finanziaria 2002), **non può in alcun caso costituire fonte di responsabilità per gli Amministratori che decidano di addivenire**

alla stipula di tale tipologia di contratto, rientrando ciò nell'ambito delle scelte di merito compiute dagli organi della Pubblica Amministrazioni, scelte sottratte al sindacato del Giudice contabile.

Per quanto riguarda la mancata scelta dell'Advisor, gli amministratori pubblici si sono difesi, deducendo che in realtà il Consiglio, aveva demandato direttamente alla competenza della Giunta ed al Responsabile del settore finanziario di porre in essere gli atti necessari alla scelta del soggetto interessato a presentare proposte di ristrutturazione del debito e, contestualmente, ad assumere la veste di "advisor".

La Corte dei Conti – **Sez. Giurisdizionale Lazio, con sentenza del 10 febbraio 2010, n. 245** - ha disatteso le richieste della Procura, dichiarando inammissibile l'istanza volta alla declaratoria di nullità del contratto di *interest rate swap* stipulato tra il Comune di Ceprano e la Banca di Roma S.p.A., stante la documentata sopraggiunta estinzione anticipata del contratto.

Nel merito, la Corte dei Conti ha osservato come l'operazione finanziaria in questione, nel periodo in cui ha avuto esecuzione, ossia negli corso degli anni 2004-2008, abbia generato per l'amministrazione comunale effetti positivi (anni 2004, 2005 e 2006) ed effetti negativi (anni 2007 e 2008), ma con un saldo finale comunque positivo; circostanza *ex se* idonea ad elidere in radice la sussistenza di un danno erariale riveniente dalla stipula del contratto di *interest rate swap*.

Secondo la Corte, ed e' questo il punto nodale della motivazione -
*''con la stipula del contratto di interest rate swap con cap e floor ed up front, l'amministrazione comunale, sulla base della richiamata normativa, ha inteso perseguire la finalità di ristrutturazione e ridefinizione del proprio indebitamento complessivo comunale con la Cassa Depositi e Prestiti e l'Istituto per il Credito Sportivo, al fine di ridurre l'onerosità del debito trasformando il tasso debitorio da fisso in variabile. La necessaria antiteticità degli interessi contrattuali delle parti consente di collocare lo swap nella categoria dei contratti di scambio, mentre l'interdipendenza delle prestazioni ne giustifica l'inserimento nella sottocategoria dei contratti a prestazioni corrispettive. Tuttavia, quel che più rileva nella circostanza è che **lo swap non può mai essere considerato un negozio giuridico ad esecuzione istantanea**, essenziale essendo per la sua configurazione che intercorra un certo spazio temporale tra la conclusione dell'accordo e la sua esecuzione; in tale lasso di tempo invero si produrranno quelle variazioni sui parametri di indicizzazione presi in considerazione dalle parti per il calcolo dei rispettivi pagamenti; pertanto, visto che tra tali parametri di indicizzazione sussistono elementi variabili non determinati ma solo determinabili in base a criteri prefissati dalle parti - è ontologicamente necessario che esista uno spazio in cui questa variabile possa fluttuare; ciò al fine di consentire che, alle scadenze periodiche stabilite nel contratto - nella cornice complessiva dell'intera durata del contratto - la variabile si trasformi in un dato obiettivo per il calcolo del relativo pagamento. Lo swap è di conseguenza un contratto ad esecuzione*

periodica di natura aleatoria, dipendendo la prestazione da un evento futuro ed incerto come la fluttuazione delle previste variabili, tra la data di conclusione del contratto e le date di esecuzione dello stesso. Le suddette caratteristiche rendono ragione della tesi prospettata dalla difesa dei convenuti secondo cui la valutazione della convenienza economico-finanziaria dell'operazione di finanza c.d. derivata posta in essere nella circostanza, non possa essere limitata all'esame di singole annualità, ma vada più propriamente correlata al complesso dei risultati conseguibili (o nel caso di specie, conseguiti) nel periodo di validità del contratto; con conseguente conclusione di insussistenza nella fattispecie oggetto di giudizio, dell'elemento del danno''.

Avverso la predetta sentenza, la Procura Regionale della Corte dei Conti proponeva appello, deducendo falsa applicazione dell'art. 2697 c.c. - violazione dell'art. 115 c.p.c. - motivazione carente (omessa valutazione dell'impatto finanziario dello *swap* sul bilancio del comune) - inconfigurabilità compensazione tra esercizi finanziari differenti.

Secondo la Procura le dichiarazioni contenute nella delibera n. 131 del 3.6.2009, della Giunta comunale di Ceprano, non costituirebbero elementi di prova idonei a dimostrare l'effettività degli incassi e, soprattutto, il titolo per il quale essi si effettuano. L'incasso di somme da parte di un Comune doveva essere dimostrato con il deposito delle c.d. "reversali d'incasso" - secondo quanto previsto dall'art. 181 e, soprattutto, 214 e 215 (quest'ultimo proprio in materia di prova documentale) del T.U.E.L. e dal Regolamento di contabilità dell'ente -

mentre, sostiene la Procura, non vi è prova che: a) negli anni 2004/2006 siano state incassate dal Comune somme pari a Euro 132.365,69; b) dette somme siano state incassate quali saldi di differenziali positivi dello swap oggetto del presente giudizio.

Questo *error in iudicando* si rivelerebbe essenziale nell'iter motivazionale dell'impugnata sentenza, viziandone lo svolgimento successivo, poiché la decisione prescinderebbe totalmente da qualunque verifica e valutazione dell'impatto che - alla stregua delle regole giuscontabili - i saldi differenziali dello swap avrebbero avuto, nel tempo, sul bilancio del Comune. La decisione, limitandosi a un inquadramento, in astratto ed ex ante, dell'operazione di *swap* nell'ambito della disciplina civilistica, avrebbe valutato gli effetti finanziari del contratto esclusivamente alla stregua delle regole civilistiche sulla compensazione tra crediti e debiti - come una sorta di "gestione fuori bilancio", palesemente lesivo del principio di universalità del bilancio - e non in termini negativi di danno erariale sul bilancio del Comune. Inoltre, la valutazione del complessivo periodo di esecuzione del contratto implicherebbe la violazione dei principi di annualità, integrità e di pareggio anche in virtù del criterio della competenza. Principi che rendono impossibile configurare, nel caso in esame, qualsiasi forma di "*compensatio*".

Si costituivano i convenuti, richiamando un passo della delibera n. 131/2009 della Giunta (circa il saldo positivo dell'operazione) e

depositando le reversali d'incasso relative agli introiti per gli esercizi 2004, 2005 e 2006 derivanti dal contratto swap; detratto l'importo delle passività del biennio 2007/2008 .

Evidenziata la natura propria e le finalità del contratto di swap, gli appellati deducevano l' applicabilità - anche in conformità a richiamata giurisprudenza delle Sezioni centrali di appello - della *compensatio* dovendosi tener conto del vantaggio, comunque, conseguito dallo stesso fatto generatore del preteso danno.

La Corte dei Conti - in sede di appello- rilevava che *“nella specie, dunque, sono palesi la scarsa diligenza, superficialità e/o contraddittorietà e la trascuratezza del comportamento della Giunta comunale tali da configurare la piena responsabilità dei suoi membri posti in grado di valutare adeguatamente l'andamento degli eventi e di attivarsi in ogni modo per evitare pregiudizio all'ente locale tanto più che il Consiglio comunale, da un lato, aveva "procedimentalizzato" l'attività della Giunta (a. - selezione advisor; b. - studio caratteristiche indebitamento comunale; c. - formulazione di una proposta da parte dell'advisor; d. - valutazione della proposta da parte del Consiglio; e. - selezione dell'intermediario finanziario) e, dall'altro, aveva indicato i parametri di economicità (1. - significativi risparmi in termini di interessi pagati; 2. - profilo di rischio contenuto) ai quali la Giunta avrebbe dovuto attenersi. I medesimi, invece: non hanno selezionato alcun advisor, hanno stabilito autonomamente la finalità dell'operazione di finanza derivata, hanno voluto incassare benefici immediati in termini di anticipazione di cassa, hanno assunto*

un rischio elevato (determinando un aggravio, in termini di interessi pagati, con la violazione dell'art. 162, comma 5 del T.U.E.L.) e hanno modificato per ben sei volte (nel 2004) le condizioni economiche dell'operazione di finanza derivata e per tre volte la Banca contraente³⁰².

Cionondimeno, la stessa Corte riggettava l'appello della Procura regionale, confermando la sentenza impugnata, sull'assunto che *"l'operazione deve essere, infatti, esaminata e valutata anzitutto nella sua durata complessiva - e non in base al criterio di annualità e/o agli altri pur validi principi di contabilità pubblica evidenziati dalla Procura Regionale - nonché avuto riguardo, almeno, al concreto tempo (limitato) di effettiva applicazione del contratto indipendentemente dall'accertare se i convenuti, al momento delle decisioni, erano a conoscenza degli elementi di fatto e di diritto che avrebbero consentito loro di adottare una condotta conforme ai principi di economicità e buon andamento dell'azione amministrativa (C. conti, Sez. III giur. c.le d'appello, 30.08.2006, n. 330/A). E' noto che, secondo la prevalente giurisprudenza di questa Corte, il danno deve assumere caratteri di attualità, certezza ed effettività e si configura ogni qualvolta il pubblico erario subisce un'ingiustificata diminutio patrimonii consistente nella violazione di una situazione soggettiva pubblica tutelata in via diretta e immediata dall'ordinamento ed avente ad oggetto beni pubblici materiali o immateriali; circostanze che, in ragione di quanto già precisato, non sembrano verificarsi nella specie[.]Orbene, indipendentemente dalla difficoltà di configurare, concettualmente e giuridicamente, un risultato negativo di gestione (la cui*

³⁰² Corte dei Conti Sez. III App., Sent., 18.05.2012, n. 364, in www.corteconti.it/banche_dati

origine può derivare da molte cause) è concetto ben diverso dal "danno erariale" (pur sempre effetto di una condotta antigiuridica, dunque, illecita) che, nella specie, può dirsi evitato dall'anticipato scioglimento del contratto. Circa l'ipotizzata perdita delle utilità manca, comunque, concretamente la prova di tale assunto sub specie della non realizzazione degli interventi previsti in bilancio a causa del diverso impiego della somma ivi riportata. Al riguardo val notare che non sempre, per varie ragioni, tutte le somme iscritte in bilancio sono puntualmente e/o totalmente utilizzate tanto che alcune sono portate a residui suscettibili, dopo un certo periodo e a particolari condizioni, finanche di essere cancellati; inoltre, in corso di esercizio, intervengono spesso variazioni modificative delle previsioni iniziali che incidono sulla diversa destinazione degli importi, sul diverso assetto del documento contabile e sulla diversa programmazione delle uscite. [..]Non essendo stato provato il pregiudizio subito dall'Amministrazione - vale a dire il profilo oggettivo - il danno è da escludere sia per le caratteristiche peculiari dell'operazione, di per sé aleatoria ma non in termini di presunta "perdita di una scommessa" (pag. 12 dell'appello), sia perché, con valutazione ex ante e considerato l'andamento del mercato, il contratto sembra essere stato accettato nelle sue finalità ma nel limite di un rischio circoscritto e non, come sostiene l'appellante (pag. 11 dell'appello), "elevato" perché finalizzato ad intenti speculativi, connessi alla 'scommessa' sull'andamento dei tassi d'interesse, così impiegando le risorse pubbliche in capitale di rischio: non si spiegherebbe, infatti, che la Giunta, alle date intermedie di riferimento per il regolamento del differenziale interessi, dopo due semestralità negative, si è risolta allo scioglimento del contratto. Circostanza

che, in concreto, ha evitato il danno patrimoniale"³⁰³.

La lettura delle due sentenze della Corte dei Conti offre lo spunto per alcune riflessioni. *Quid iuris* nell'ipotesi in cui la scelta di stipulare un contratto derivato, anche se legittima in quanto adottata nel rispetto di tutte le norme legislative e regolamentari che disciplinano la fattispecie, si rivelasse essere, col tempo, non conveniente per l'ente, in quanto produttiva di perdite.

Sul punto la suindicata decisione della Corte dei Conti sembra non lasciare spazio a molti dubbi (*"non può in alcun caso costituire fonte di responsabilità per gli Amministratori che decidano di addivenire alla stipula di tale tipologia di contratto, rientrando ciò nell'ambito delle scelte di merito compiute dagli organi della Pubblica Amministrazioni, scelte sottratte al sindacato del Giudice contabile"*).

L'opportunità (o inopportunità) dell'attività amministrativa attiene al merito delle scelte discrezionali ed è insindacabile, dal giudice contabile, il quale non può censurare l'operato degli amministratori pubblici, concretizzatosi nella scelta di stipulare o meno un derivato, solo alla luce del fatto che il suo andamento si sia effettivamente risolto in un esborso per l'ente e non abbia invece avuto effetti positivi³⁰⁴.

³⁰³ Corte dei Conti Sez. III App., Sent., 18.05.2012, n. 364, in www.corteconti.it/banche_dati

³⁰⁴ DE MARZO, *Corte dei conti e sindacato sui limiti della giurisdizione*, in *Urbanistica e appalti*, 2012, 34; GIOMI, *Il sindacato giurisdizionale della Corte dei conti dinanzi a un nuovo vaglio delle Sezioni unite: il giudizio*, in *Giur. It.*, 2012, 2; LIMENTANI, *Giurisdizione della corte dei conti*, in *Giornale Dir. Amm.*, 2011, 8, 878; SANTORO, *L'illecito contabile e la responsabilità amministrativa*, Milano 2011, 342; MANCINELLI, *Derivati e responsabilità amministrativa*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE-SARTORI, Pisa, 2010, 185 ss.; MASTRAGOSTINO, *Il sindacato della Corte dei conti sulla discrezionalità amministrativa*, in *Responsabilità amministrativa*

per danno erariale nella gestione dei rapporti di lavoro, Milano a cura di CASTIGLIONE-PIZZOFERRATO, Milano, 2009, 11 ss.; BELLIN, *La sindacabilità giurisdizionale del potere di controllo della Corte dei conti sulla gestione finanziaria degli enti sovvenzionati dallo Stato*, in *Giur. It.*, 2009, 3; TUCCARI, *Il sindacato del giudice contabile sul corretto esercizio del potere discrezionale e la pregiudizialità amministrativa: il difficile punto di equilibrio tra giurisdizioni*, in *Riv. Corte Conti*, 2007, n. 3, 264; TIGANO, *Corte dei conti ed attività amministrativa*, Torino, 2006, 332 ss.; LILLO, *La responsabilità amministrativa tra discrezionalità e merito*, in *Giur. It.*, 2006, 5 per il quale “la insindacabilità nel merito delle scelte discrezionali da parte della Corte dei conti sancito dall’art. 1, 1° comma, della L. 14 gennaio 1994, n. 20, è la conferma di un costante orientamento giurisprudenziale dei giudici contabili secondo il quale la ratio della norma va ricercata nel principio generale secondo cui il magistrato non può sostituirsi all’amministrazione nel valutare quali siano le scelte gestionali preferibili e i migliori strumenti da utilizzare. Alla base di tale ragionamento, la considerazione che il sindacato sulle scelte discrezionali porterebbe alla paralisi le iniziative degli amministratori o dei dirigenti. Si sono attenuati così i timori della dirigenza pubblica spesso preoccupata, al momento della scelta, della rispondenza della stessa al pubblico interesse [...] Occorre dire, altresì, che con il riconoscimento da parte della Corte di cassazione della sussistenza della giurisdizione della Corte dei conti per i danni causati ad enti pubblici economici e a società a partecipazione pubblica dai propri amministratori o funzionari, appare realistico definire cosa possa intendersi per discrezionalità onde delineare il campo di giudizio. Si tratta certamente di un’operazione non facile, attualmente al vaglio della giurisprudenza e della dottrina che appare oscillante tra le tesi che, dando maggiore rilevanza all’aspetto pubblicistico, equiparano la gestione all’attività discrezionale, e quelle che, invece, sostengono che l’interesse pubblico possa incidere eventualmente solo sulla massimizzazione del profitto ma non sul rispetto dei criteri di economicità e di ragionevole remunerazione del capitale”; TENORE, *La nuova Corte conti: responsabilità, pensioni, controlli*, op.cit., Milano, 2004, 319 ss., il quale riporta numerosi precedenti nel senso che il giudice contabile- stante il divieto della sindacabilità delle scelte discrezionali- può verificare solo la compatibilità delle scelte amministrative con le finalità dell’ente pubblico e una volta accertata tale compatibilità- o non estraneità ai suddetti fini- il suo sindacato non può estendersi all’articolazione concreta e specifica della scelta dell’amministratore pubblico (Corte dei Conti, Sez. giuris. Reg. Lazio, 12.10.2006, n.1971); Corte dei Conti, Sez. giurisd. Regione Campania, ord.24.01.2011, n. 104, per la quale “L’insindacabilità nel merito delle scelte discrezionali non può costituire, infatti, uno schermo di protezione per le decisioni irragionevoli o assunte in violazione di norme di legge, che abbiano causato un danno erariale. L’art. 97 della Costituzione prevede, infatti, il principio di buon andamento dell’azione amministrativa, di cui sono corollari l’economicità e l’efficacia di cui all’art. 1 della legge 7 agosto 1990 n. 241 (“L’attività amministrativa persegue i fini determinati dalla legge ed è retta da criteri di economicità, di efficacia, di imparzialità, di pubblicità e di trasparenza, secondo le modalità previste dalla presente legge e dalle altre disposizioni che disciplinano singoli procedimenti, nonché dai principi dell’ordinamento comunitario”). In tal contesto la violazione dei suddetti principi attiene non al merito ma alla legittimità dell’azione amministrativa, con conseguente sindacabilità da parte del giudice contabile (in termini analoghi Corte dei conti, sezione Campania, 25/02/2009, n. 127; Corte dei conti, sezione Sicilia, 15/10/2010, n. 2152); la Corte di Cassazione a Sezioni Unite ha affermato che «il comportamento *contra legem* del pubblico amministratore non è mai al riparo dal sindacato non potendo esso costituire esercizio di una scelta discrezionale insindacabile» (ordinanza n. 6410/2010): La condotta amministrativa può, quindi, essere oggetto di esame da parte del giudice contabile al fine di verificare se essa abbia violato i citati principi e se tale violazione abbia prodotto un danno erariale. In giurispr. V. Cass. S.U. 09.05.2011, n.10060, in *Giornale Dir. Amm.*, 2011, 8, 878. La Corte di cassazione ha ritenuto la censura infondata. In particolare, la Cassazione ha affermato che la Corte dei Conti, nella sua qualità di *giudice contabile*, può e deve verificare la compatibilità delle scelte amministrative con i fini pubblici dell’ente pubblico. Infatti, se da un lato, in base alla L. n. 20 del 1994, art. 1, c. 1, l’esercizio in concreto del potere discrezionale dei pubblici amministratori costituisce

Sul punto è stato osservato come anche *“le scelte discrezionali possono essere sindacate sotto tutti i profili di legittimità, utilizzando ad esempio le figure sintomatiche dell'eccesso di potere e valutando la condotta dannosa alla luce dei principi di economicità ed efficienza cui deve essere sempre improntata l'azione amministrativa in base a quanto disposto dall'art. 1, co. 1°, della L. n. 241/90”*³⁰⁵.

espressione di una sfera di autonomia che il legislatore ha inteso salvaguardare dal *sindacato* della Corte dei conti, dall'altro lato, la L. n. 241 del 1990, art. 1, c. 1, stabilisce che l'esercizio dell'attività amministrativa deve ispirarsi ai criteri di "economicità" e di efficacia, che costituiscono specificazione del più generale principio sancito dall'art. 97 Cost., e assumono rilevanza sul piano della legittimità (non della mera opportunità) dell'azione amministrativa. Pertanto, la verifica della legittimità dell'attività amministrativa non può prescindere dalla valutazione del rapporto tra gli obiettivi conseguiti e i costi sostenuti. L'insindacabilità "nel merito" delle scelte discrezionali compiute dai soggetti sottoposti alla giurisdizione della Corte dei conti non comporta la sottrazione di tali scelte ad ogni possibilità di controllo della conformità alla legge dell'attività amministrativa anche in relazione alla congruenza dei singoli atti compiuti rispetto ai fini imposti dal legislatore.

³⁰⁵ SCOCA, *Diritto amministrativo*, Torino 2011, 2 ss.; CORTESE, *Derivati e finanza locale: un approfondimento*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE-SARTORI, Pisa, 2011, 213 ss.; MANCINELLI, *Derivati e responsabilità amministrativa*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE-SARTORI, Pisa, 2011, 185 ss, per il quale *“le scelte discrezionali rimangono insindacabili fintanto che non superano i limiti dell'irragionevolezza e della non congruità delle scelte rispetto ai fini che l'ente intende perseguire [...] i contratti che si vanno a porre in essere difficilmente sono comprensibili ad estranei del settore specifico, e, quindi, anche la valutazione di opportunità e di convenienza potrebbe partire d'apresupposti errati, soprattutto per quanto riguarda gli amministratori e gli organi elettivi, che potrebbero essere indotti in errore da circostanze obiettivamente non alla loro portata o da pareri tecnici fuorvianti. Potrebbe prodursi, pertanto, un danno per l'ente senza che possa ragionevolmente configurarsi una colpa grave”*; PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, op cit., in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 19 ss; FRANCAVIGLIA, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: controlli e responsabilità*, in *Informator*, n.3/2008, 35 ss; PETRONIO, *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, n.3/2008, 95 ss. Vedasi Corte dei Conti, sez. contr. Campania, 3.09.2008, n.17, in www.corteconti.it/banchedati; Corte dei conti, sez. contr. Lombardia, 17.04.2008, n.52 in www.corteconti.it/banchedati; Corte dei Conti, sez. contr. Lombardia, 26.10.2007, n.596 in www.corteconti.it/banchedati; Corte dei Conti, Sez. Giurisd. Abruzzo, 14.01.2005, n.67 in www.corteconti.it/banchedati in cui si legge che *“la natura palesemente rischiosa dell'investimento operato con il danaro pubblico “non può certo essere bilanciata e neutralizzata dalla maggiore redditività presunta del fondo rispetto ai titoli di stato” richiedendo “i doveri di prudenza connaturati all'esercizio dell'ufficio”*, al contrario, il ricorso a *“prodotti finanziari di sicuro affidamento”...L'operatore minimamente corretto non propone operazioni azzardate ad un soggetto che, per le proprie condizioni o per la natura dei capitali da investire, non può esporsi a rischi elevati (e naturalmente alle connesse possibilità, in caso di successo,*

Tuttavia, ci pare assai difficile quanto meno sotto il profilo probatorio dell'elemento soggettivo della responsabilità (dolo o colpa), che si possa addivenire ad una declaratoria di condanna nei confronti degli amministratori pubblici sul solo presupposto dell'andamento negativo dell'operazione finanziaria, a maggiore ragione nel caso di sottoscrizione di strumenti finanziari derivati connotati da un maggiore rischio e dalla presenza di una elevata componente di aleatorietà.

Diverso discorso va invece fatto per le possibili violazioni delle prescrizioni costituzionali circa i limiti all'indebitamento degli enti locali in base a quanto dispone il nuovo art. 119, modificato con la legge

di alti ricavi). Non senza aggiungere, peraltro, che avendo lo stesso avuto diretto maneggio delle somme, come si è detto, il grado di diligenza che lo stesso doveva avere era di massimo livello, dovendo egli dare dimostrazione e contezza dell'esito delle stesse, con obbligo di restituzione, in difetto....Quanto all'eccezione mossa dagli amministratori convenuti di insindacabilità nel merito delle scelte discrezionali, la stessa è del tutto priva di fondamento. Occorre al riguardo ricordare che, come la Corte di Cassazione a S.U. ha di recente osservato (cfr. Sent. n.14488 del 29.9.2003), l'insindacabilità "nel merito" sancita dall'art.1, primo comma, della citata legge 20/94, non priva la Corte dei Conti della possibilità di controllare, la conformità alla legge dell'attività posta in essere dagli amministratori; tale conformità deve essere verificata anche sotto l'aspetto funzionale, vale a dire in relazione alla congruenza dei singoli atti compiuti rispetto ai fini imposti, in via generale o in modo specifico, dal legislatore. Ora, ad avviso di questo Collegio, l'investimento delle risorse finanziarie degli Enti Pubblici in operazioni speculative o ad alto rischio esula dai fini istituzionali degli stessi e quindi tali scelte, quando superano il limite della ragionevolezza, sono sindacabili da questo giudice e possono dare luogo a responsabilità amministrativa. Come ha ulteriormente precisato la Suprema Corte, detta disposizione deve essere messa in correlazione con l'art. 1, primo comma, legge 7 agosto 1990, n. 241, il che vuol dire, ritiene questo collegio, in via generale, che l'esercizio dell'attività amministrativa e che comunque coinvolge impiego di risorse pubbliche deve ispirarsi a criteri di "economicità" e di "efficacia", dai quali esula qualsiasi operazione di assunzione di gravi rischi finanziari. Il giudice contabile quindi, rispetto agli atti discrezionali, può e deve verificare la compatibilità delle scelte operate dagli amministratori con i fini pubblici dell' Ente. Si intende che, una volta accertata tale compatibilità, l'articolazione concreta e minuta, dell'iniziativa intrapresa rientra nell'ambito delle scelte delle quali il legislatore ha stabilito l'insindacabilità, ma alla condizione che esse non manifestino "un'assoluta e incontrovertibile estraneità" rispetto ai fini dell'ente e /o siano, cioè, palesemente irrazionali (Cass., sez. un., 29 gennaio 2001, n. 33/SU; 6 maggio 2003, n. 6851)[...]. la considerazione che la definizione di organo politico è stata infatti pacificamente ristretta ai vertici degli enti pubblici esponenziali con base elettiva e negata per tutti gli altri enti pubblici, non può minimamente mettersi in dubbio che il Consiglio di amministrazione di un Ente per definizione "amministra" ed i suoi componenti devono in prima persona attivarsi perché le scelte rispondano ai fini istituzionali, ai criteri di economicità ed efficienza richiesti dal legislatore, non siano in definitiva irragionevoli".

costituzionale di riforma del Titolo V, Costituzione, il cui ultimo comma prevede, che gli enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese relative ad investimenti.

Per questo tipo di violazione, a livello sanzionatorio sono previsti provvedimenti di ineleggibilità a ricoprire incarichi nella amministrazione pubblica - d.lg. 15.9.1997, n. 342 art. 8 - ed altre disposizioni sanzionatorie di varia natura contenute nelle leggi finanziarie che, imponendo l'obbligo di evitare gli sprechi, impegnano gli amministratori ad assolvere il mandato politico per la concreta soddisfazione dell'interesse pubblico attraverso l'osservanza dei criteri di economicità ed efficacia³⁰⁶.

³⁰⁶ SMIRLODO, *L'art. 30, comma 15, L.27 dicembre 2002, n.289, in www.corteconti/studi/documenti*, per il quale "l'art. 30, comma 15, l. n. 289 del 2002, invece, introduce un'ipotesi di responsabilità patrimoniale di tipo sanzionatorio (a natura patrimoniale, ma con funzione sanzionatoria), con condotta a forma vincolata (o teleologicamente orientata), nella quale l'evento costitutivo della responsabilità è rappresentato da una valutazione legale tipica d'offensività del fatto descritto dalla norma nei riguardi degli equilibri di bilancio dell'ente territoriale, e la sanzione pecuniaria rappresenta anch'essa una valutazione legale tipica di adeguatezza della risposta sanzionatoria al fatto illecito commesso"; ALBO - SMIRLODO, *La sanzione per la violazione del divieto di indebitamento secondo le Sezioni Riunite della Corte dei Conti: una occasione perduta*, in lexitalia.it; PERIN, *Prima effettiva applicazione della sanzione agli amministratori pubblici per il ricorso all' indebitamento per le spese correnti*, in www.amcorteconti.it; DE MARCO, *Sanzionata dalla Corte dei conti la Giunta comunale che deliberò un mutuo a copertura di spese correnti*, in *Diritto e pratica amministrativa* (Il sole24ore) n. 2 - dicembre 2006; ALBO- SMIRLODO, *Un commissario ad acta con poteri praeter constitutionem? nota a Tar Sicilia-Catania, SEZ. IV, 5 maggio 2007 n. 768*, in www.lexitalia.it, luglio 07. In giurisprudenza cfr. Corte dei Conti, Sez. Giuris. Per la regione Sicilia, 7.11.2006, n.3196, in www.corteconti.it/banchedati, in cui la Sezione Sicilia della Corte dei conti applica, per la prima volta, la sanzione prevista dall'art. 30, comma 15, della legge n. 289 del 2002, agli amministratori che hanno deliberato di indebitare l'ente pubblico per spese diverse da quelle di investimento. La decisione di condanna non è solo una novità nella giurisprudenza contabile in una materia assai delicata, perché comporta l'applicazione di una sanzione economica ai componenti di un organo politico, i quali hanno votato a favore dell'indebitamento, ma è anche un chiarimento, si spera decisivo, sull'esatta portata di questa normativa, dal momento che la precedente decisione assolutoria della Sezione Lazio della Corte dei conti n. 3001 del 2005 subordinava l'applicazione della sanzione anche alla circostanza che la delibera venisse portata ad esecuzione, con l'acquisizione effettiva del mutuo, fattispecie questa che avrebbe poi creato

In particolare, la disposizione della finanziaria 2003 - Legge 27.12.2002, n. 289 -, stabilisce che qualora gli enti territoriali ricorrano

un danno non più reversibile, considerato che i debiti prima o poi si devono pagare, senza trascurare la circostanza che i responsabili della produzione degli stessi potevano anche uscirne indenni, caso mai perché avevano tenuto una condotta meramente colposa. Nel caso specifico, gli amministratori condannati avevano riconosciuto un debito fuori bilancio in conseguenza di una sentenza di condanna disposta dal giudice amministrativo per i danni subiti da una ditta a causa del mancato rilascio di una concessione edilizia, i quali, nell'occasione, avevano deliberato di contrarre un mutuo per far fronte a siffatta evenienza. La Cassa depositi e prestiti non aveva concesso il finanziamento richiesto, solo che questo aspetto per la Sezione Sicilia non ha avuto rilievo decisivo, contrariamente a quanto affermato dalla Sezione Lazio, perché l'intenzione del legislatore (stante il gravissimo pericolo per l'integrità finanziaria dei bilanci pubblici menomati dai progressivi indebitamenti) è quella di perseguire condotte che «*attentano alla sana gestione finanziaria*», con la previsione di una sanzione a fronte di un illecito catalogabile tra quelli di pericolo presunto o astratto, sanzione prevista proprio per evitare la crescita esponenziale dei disavanzi, i quali poi vengono lasciati in eredità alle generazioni future nella più completa violazione dei principi di solidarietà intergenerazionale. Non vi è dubbio che, nel caso specifico, si faceva fronte a una vicenda di malamministrazione (la condanna del Comune al risarcimento dei danni sorti dal ritardato rilascio di una concessione edilizia per una somma superiore ai 200.000 euro), trasferendo - attraverso il pagamento delle rate del mutuo - sui futuri contribuenti gli oneri che erano conseguiti alla trasgressione amministrativa operata da coloro che non avevano rilasciato, appunto, nei termini previsti la concessione edilizia alla parte risarcita. Per la magistratura contabile *“la previsione di cui all'art. 30, comma 15 della legge 27.12.2002, n. 289, come motivatamente evidenziato dalla Procura odierna attrice, integra una fattispecie sanzionatoria volta a reprimere un particolare illecito amministrativo rappresentato dal ricorso all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento. La configurazione dell'illecito prescinde da un'immediata e diretta lesione patrimoniale e, di riflesso, è svincolata dalla ricorrenza dell'elemento soggettivo connotato in termini di gravità della colpa. Per la consumazione dell'illecito è cioè sufficiente l'adozione, cosciente e volontaria, di una delibera volta al reperimento, per mezzo dell'indebitamento, di una provvista finanziaria con la quale far fronte a spese di parte corrente. La lesività per il patrimonio dell'ente di una simile condotta costituisce un profilo irrilevante ai fini dell'integrazione della fattispecie: tale aspetto può, al più, ricorrendone le condizioni, costituire oggetto di un autonomo, concorrente giudizio.[...] ai fini della consumazione dell'illecito consistente al ricorso all'indebitamento per spese diverse da quelle di investimento è sufficiente l'adozione, cosciente e volontaria, di una delibera volta al reperimento, per mezzo dell'indebitamento stesso, di una provvista finanziaria con la quale far fronte a spese di parte corrente. Una volta deliberato il ricorso all'indebitamento per spese diverse da quelle di investimento la lesività per il patrimonio dell'ente per una simile condotta costituisce un profilo irrilevante ai fini dell'integrazione della fattispecie, in quanto tale aspetto può, al più, ricorrendone le condizioni, costituire oggetto di un autonomo, concorrente giudizio di responsabilità amministrativa [...] Per l'applicazione della sanzione di cui all'art. 30, comma 15, della legge n. 289 del 2002 non è indispensabile il rispetto della sequenza procedurale di cui all'iniziativa risarcitoria dell'azione di responsabilità amministrativa, con l'ulteriore considerazione che l'iniziativa per la repressione del mancato rispetto del divieto di ricorrere all'indebitamento per finanziarie spese diverse da quelle di investimento non è affatto riservata al pubblico ministero contabile, potendo l'irrogazione della sanzione da parte delle Sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti essere sollecitata da chiunque vi abbia interesse, consentendosi, così, l'utilizzo di uno strumento di attivazione della cognizione del giudice contabile utilizzabile dalla generalità dei soggetti, quale quello disciplinato dall'art. 58 del RD 13.8.1933, n. 1038, recante una disciplina di carattere residuale per i giudizi ad istanza di parte”*.

all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'art. 119 Cost., i relativi atti e contratti sono nulli³⁰⁷. Le Sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei Conti possono irrogare agli amministratori che hanno adottato la delibera, la condanna ad una sanzione pari ad un minimo di cinque e fino dell'ente solo quando questi siano riconosciuti necessari per l'esercizio delle

³⁰⁷ L'art 30, comma 15 della legge 27.12.2002, n.289 afferma che " Qualora gli enti territoriali ricorrano all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'articolo 119 della Costituzione, i relativi atti e contratti sono nulli. Le sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti possono irrogare agli amministratori, che hanno assunto la relativa delibera, la condanna ad una sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque e fino ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento di commissione della violazione". V. sul punto SANTORO, *L'illecito contabile e la responsabilità amministrativa*, op. cit., Milano 2011, 258 ss, secondo l'A. "la pronuncia di nullità del contratto, infatti, travalica la stretta competenza del giudice contabile la cui funzione è quella di perseguire le condotte pregiudizievoli all'erario anche quella di ripristinare l'ordine violato che presuppone un interesse concreto eattuale correlato ad una posizione soggettiva tutelabile. La disposizione, nel comminare due sanzioni, intende colpire due comportamenti diacronicamente diversificati: l'uno afferente la fase amministrativa della deliberazione a contrattare e l'altro la fase negoziale la cui conclusione in violazione di norme imperative viene colpita da nullità assoluta. La nullità assoluta non fatta valere da chi procede all'esecuzione della delibera illegittima di assunzione di un indebitamento vietato potrebbe implicare la sua corresponsabilità per gli ulteriori danni patrimoniali eventualmente derivati all'ente territoriale (interessi, disutilità, ecc)[..] non spetta, pertanto, al P.M. contabile valutare la convenienza di un'azione di nullità di un atto deliberativo, eseguito o in corso di esecuzione i cui effetti potrebbero risultare più dannosi del ripristino ex tunc dello status quo ante per l'ente territoriale che si triverebbe esposto a pretese sia dell'ente mutuante per la restituzione del finanziamento erogato sia da parte degli escutori dei contratti finanziati illecitamente. Paradossalmente la eventuale dichiarazione di nullità operando ex tunc, fa venir meno gli stessi presupposti di concretezza dell'indebitamento ai quali è subordinata la sanzione; in conclusione nel quadro delineato dalle sezioni riunite della Corte dei conti, una volta riconosciuto che la nullità rende inefficaci ed improduttivi ad ogni effetto sia la delibera che il contratto, la sanzione pecuniaria diventa secondaria e surrogatoria della mancata dichiarazione di nullità del contratto"; PATTI, *Le azioni a tutela delle ragioni dell'amministrazione danneggiata esercitabili dal pubblico ministero contabile in base all'art.1 comma 174 della L. 23 dicembre 2005, n.266*, in *Riv. corte conti*, 2005, n.266; SMIROLDO, *La giurisdizione di nullità della corte dei conti sui provvedimenti e sui contratti che violano l'art 30, comma 15, L. 27 dicembre 2002, n.289: per gli enti territoriali un possibile exit device per liberarsi dalla morsa dei derivati finanziari*, in *Lexitalia*, 2008, n.6. Vedasi sull'argomento Corte Cost., sent. 5.11.2004, n. 320 in www.giurcost.it, che ha ritenuto compatibile con la Costituzione l'ipotesi di responsabilità prevista dall'art. 30, comma 15, l.n. 289 del 2002, affermando che " la previsione... di una possibile condanna, da parte della Corte dei conti, ad una sanzione pecuniaria (rapportata all'indennità di carica) per gli amministratori degli enti territoriali...trova il proprio fondamento nella potestà legislativa dello Stato di dare attuazione al sesto comma dell'art. 119 Cost., dal momento che configura esclusivamente alcune sanzioni per comportamenti confliggenti con il divieto affermato nella disposizione costituzionale". Si adegua a tale impostazione anche Corte conti, Sez. giurisd. Lazio, sent. 20.12.2005, n.3001 in www.corteconti.it/banchedati.

funzioni e dei servizi pubblici di competenza dell'ente per legge. In caso di mancato riconoscimento di tale qualità, questi sono individuati in allegato al provvedimento di approvazione del piano di risanamento e sono posti a carico dei soggetti che ne hanno disposto l'esecuzione, senza oneri per l'ente³⁰⁸.

Conseguentemente il Consiglio comunale è tenuto ad individuare i responsabili ed ad esperire le procedure per la copertura da parte degli stessi di ogni onere addebitato all'ente. Il riconoscimento della legittimità del debito fuori bilancio è riservata alla competenza esclusiva dell'organo consiliare dell'ente³⁰⁹.

Alla luce di quanto fin qui esposto, emerge che per giungere ad una declaratoria di responsabilità nei confronti degli amministratori pubblici, il giudice competente debba sempre individuare una precisa violazione di norme, consistente anche nella scelta erronea di un *advisor*

³⁰⁸ V. Deliberazione n.52 del 17.04.2008 Corte dei Conti, sez. reg. di controllo per la Lombardia in www.corteconti.it/banchedati, in cui si afferma che *“il legislatore ribadendo con la legge finanziaria per il 2006 che le Sezioni regionali della Corte dei conti hanno la competenza ad esaminare la sana gestione finanziaria degli enti territoriali ha inteso fornire a questi ultimi un ausilio al fine di migliorare l'azione amministrativa e la gestione finanziaria. Infatti, la finalità dell'attività di controllo della Corte dei conti non è quella di sanzionare i comportamenti degli amministratori o dei funzionari pubblici o le loro scelte amministrative, bensì quella di mettere in luce i punti di forza e di debolezza dell'azione amministrativa e, in particolare, della gestione finanziaria, in modo da consentire agli amministratori di adottare le misure necessarie per modificare eventuali attività che, da un lato, non rispondano ai canoni dell'efficienza, efficacia ed economicità cui l'azione amministrativa deve tendere o, dall'altro, non tengano nel dovuto conto le previsioni normative”*. La giurisprudenza contabile più attenta ha qualificato la fattispecie sanzionatoria di cui all' art. 30, co. 15, l. finanziaria 2003, *“un illecito catalogabile tra quelli cc.dd. di pericolo presunto o astratto...”*, per cui basta che gli amministratori deliberino il ricorso ad un mutuo non consentito per perfezionare la condotta sanzionata dal citato art. 30 co. 15 (cfr. C.Conti Sez. Reg. Sic. Cit 3198/06, cit.)

³⁰⁹ STADERINI-CARETTI-MILAZZO, *Diritto degli enti locali*, Milano, Cedam, 2011, 144 ss.; ROLLA, *Diritto regionale e degli enti locali*, Milano, 2009, 151 e 285; MELE, *Manuale degli enti locali*, Milano, 2007, 154 ss.

scarsamente competente, configurandosi in questa ipotesi la sintomatica figura di "*culpa in eligendo*"³¹⁰.

9.- L'intervento della Sezione Controllo Regione Lazio della Corte dei Conti sulle operazioni finanziarie in strumenti derivati effettuate dal Comune di Roma nel quadriennio 2004-2008

Nel luglio del 2002, il Comune di Roma stipulava con l'istituto bancario UBS AG, un contratto derivato, per un nozionale pari alla sommatoria di 350 mutui a tasso fisso del 6,50%, che il Comune aveva in

³¹⁰ V. ex plurimis DELLA NEGRA, *Culpa in contraendo, contatto sociale e modelli di responsabilità*, in *I Contratti* 2012, 4, 235; SANTORO, *L'illecito contabile e la responsabilità amministrativa*, op. cit., Milano 2011, 259 ss.

essere con la Cassa Depositi e Prestiti, con scadenza al 31.12.2015. In base al derivato (avente inizio il 30.6.2002 e scadenza 31.12.2015), il Comune pagava flussi finanziari semestrali calcolati su un tasso fisso e successivamente, su un tasso variabile.

Per tutta la durata del contratto il Comune riceveva flussi finanziari calcolati sulla base del tasso fisso del 6,50 % annuo (pari al tasso applicabile ai finanziamenti sottostanti della CDDPP).

Il contratto derivato avrebbe dovuto trasformare l'esposizione del Comune da tasso fisso a tasso variabile (dopo i primi 2 anni di tasso fisso del 5,50%). Il 18 giugno 2003 il Comune di Roma stipulava un contratto derivato con la Lehman Brothers (inizio 1.12.2002, scadenza 31.12.2019), che veniva modificato in data 1.8.2003, avente un nozionale decrescente nel tempo, relativamente a un sottostante mutuo che il Comune aveva in essere con Dexia Crediop SpA, con scadenza 31.12.2019.

Il contratto prevedeva che il Comune corrispondesse flussi finanziari con frequenza annuale, calcolati sulla base di tassi di interesse variabili. Anche in questo caso l'operazione avrebbe dovuto trasformare un debito a tasso fisso in una esposizione a tasso variabile. L'obiettivo dell'operazione era, dunque, quello di ridurre l'onere medio del

finanziamento sottostante, attraverso una complessa struttura di collar, con floor e cap crescenti nel tempo³¹¹.

Così facendo, il Comune si esponeva al rischio di rialzo del tasso di interesse oltre il tasso fisso ricevuto dalla Banca, precludendosi ogni possibilità di beneficiare della riduzione eventuale degli stessi.³¹²

L'operazione in derivati stipulata con Lehman Brothers è stata chiusa nel 2005, mediante trasferimento alla banca stessa di una porzione dell'operazione in essere con UBS (mutui CDP 6,50%) e contestuale chiusura per compensazione.

Il 20.2.2004 il Comune stipulava con UBS Limited un nuovo contratto derivato con scadenza 30.6.2029, con un nozionale (a credito e debito) di € 947,69 milioni, relativamente a un debito sottostante di 184 mutui, a

³¹¹ Sulla nozione di "Floor" e "Cap" si rinvia alla lettura della nota sub 305). Il "Collar" letteralmente : cilindro esprime uno spazio di oscillazione di valore compreso fra un cap e un floor, le variazioni al di sopra e al di sotto del quale divengono ininfluenti per la valorizzazione dello strumento finanziario il cui prezzo è reagente alle sole variazioni comprese nel cilindro. Per "Interest rate Collar" si intende un contratto derivato *over the counter* su tassi d'interesse per cui una parte si impegna a pagare alla controparte la differenza (se positiva) tra un tasso prefissato (*floor rate*) e uno di mercato (per es. *libor*) e, contestualmente, a ricevere dalla controparte la differenza (se positiva) tra lo stesso tasso di mercato e un altro prefissato (*cap rate*). Questa forma di derivato viene ottenuta mediante l'acquisto di cap e la vendita di floor: l'intermediario propone normalmente all'utilizzatore finale il collar già predisposto, anche se, avverte, la denominazione collar non è attribuita a un contratto specifico, ma solo alla combinazione di cap e floor (Dizionario della finanza, Milano, 2010). Cfr. anche GIRINO, *I contratti derivati*, cit., Milano 2010, 89 e 128 ss.

³¹² LUSI, *Inchiesta sui derivati-bidone al Comune di Roma. La mappa delle indagini in 53 enti pubblici*, in *Il Sole 24 Ore* del 1.09.2010; CAVALLITO, *Il Comune di Roma rischia il crack per i derivati. E la procura apre un fascicolo*, in *ilfattoquotidiano.it* del 23.07.2010. V. anche Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.283 ss) in www.corteconti.it, in cui si legge "l'operazione trasforma un debito a tasso fisso (del 4,626489%) in una esposizione a tasso variabile. L'obiettivo dell'operazione è di ridurre l'onere medio del finanziamento sottostante, attraverso una complessa struttura di collar, con floor e cap crescenti nel tempo. Il Comune si espone al rischio di rialzo del tasso di interesse oltre il tasso fisso ricevuto dalla Banca, precludendosi ogni possibilità di beneficiare della riduzione eventuale degli stessi (affinché le condizioni del derivato fossero equilibrate occorrerebbe che la fascia di oscillazione del collar fosse centrata rispetto al tasso fisso del 4,626489%)".

tasso fisso del 5,50%, della Cassa Depositi e Prestiti, amortizing,³¹³ aventi debito residuo pari a € 947,69 milioni. Dal punto di vista quantitativo, si trattava peraltro di valori piuttosto elevati, dato il cospicuo ammontare del nozionale (oltre € 900 milioni). Questa operazione rappresentava una vera e propria scommessa su una forte riduzione dei tassi, dato che - dopo il 2010 - il Comune avrebbe ottenuto rendimenti positivi solo per valori inferiori al 3,81%, mentre per valori superiori il contratto avrebbe comportato esborsi finanziari netti a sfavore del Comune.

Il contratto in esame non sembrava quindi rispondere alle finalità previste dalla normativa, né a criteri di sana e prudente gestione, come evidenziato dalla stessa Corte dei Conti³¹⁴. Al 30.9.09 il derivato stipulato con UBS presentava (secondo i dati del Comune) un mark to market negativo per € 2.349.174,08.

Nel novembre 2007 il Comune procedeva alla ristrutturazione del Bond City of Rome, attraverso la stipula dei seguenti derivati:

³¹³ Nel contratto di “amortizing swap” il capitale nozionale diminuisce nel tempo al fine di poter utilizzare lo swap per la copertura di mutui e prestiti con piani di ammortamento predefinito. “L’Amortizing swap, implicando il progressivo decrescere del capitale di riferimento, vale ad assicurare all’operatore l’automatico ridimensionamento periodico del nozionale senza obbligarlo a ripetute stipulazioni” così GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano 2010, 113 ss.

³¹⁴ Cfr. ancora Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.290 ss) cit., in www.corteconti.it in cui si rileva che “questa operazione rappresenta una vera e propria scommessa su una forte riduzione dei tassi, dato che - dopo il 2010 - il Comune ottiene rendimenti positivi solo per valori dell’E6m inferiori al 3,81%, mentre per valori superiori il contratto comporterà sempre esborsi finanziari netti a sfavore del Comune. Il contratto in esame non sembra quindi rispondere alle finalità previste dalla normativa, né a criteri di sana e prudente gestione”.

- Derivato di € 200 milioni con Dexia che trasformava il sottostante prestito obbligazionario bullet³¹⁵ a tasso fisso del 5,345% in una posizione debitoria in ammortamento, sul quale il Comune pagava tassi fissi crescenti, che già a partire dal 27.1.2013 sono superiori al 5,345%. Al 31.8.09 il MTM era positivo per € 13.667.113.
- Derivato di € 400 JP Morgan che trasformava il sottostante prestito obbligazionario bullet a tasso fisso del 5,345% in una posizione debitoria in ammortamento, sul quale il Comune pagava tassi fissi crescenti, che già a partire dal 27.1.2011 sono superiori al 5,345%. Al 17.7.09 il MTM era negativo per € 7.152.914,74.
- Derivato di € 400 milioni con Barclays: trasforma il sottostante prestito obbligazionario bullet a tasso fisso del 5,345% in una posizione debitoria in ammortamento, sul quale il Comune pagava tassi fissi crescenti, che già a partire da l 27.1.2013 sono superiori al 5,345%. Al 39.9.09 il MTM era positivo per € 14.630.766.297
- Derivato di € 400 milioni con UBS che trasformava il sottostante prestito obbligazionario bullet a tasso fisso del 5,345% in una posizione debitoria in ammortamento su cui il Comune pagava un tasso fisso del 6,089%, cioè più elevato: per questo solo fatto la Banca avrebbe dovuto pagare un upfront

³¹⁵ “*Bullet*”: termine inglese che significa letteralmente “proiettile” e si riferisce al concetto di restituzione del capitale in un solo colpo. Modalità di rimborso di un prestito obbligazionario o finanziamento il cui piano di ammortamento prevede la corresponsione del solo interesse, mentre il capitale iniziale viene restituito in un’unica soluzione alla scadenza. Le rate pagate periodicamente dalla parte finanziaria saranno quindi comprensive esclusivamente della quota interessi

all'Ente: la mancata corresponsione può essere indice di una commissione implicita. Al 30.9.09 l'MTM era negativo per € 25.693.248,52.

Questa ristrutturazione ha avuto i seguenti effetti:

- la scadenza finale del piano di ammortamento è stata allungata di 15 anni(dal 2033 al 2048);
- la data di pagamento delle cedole è stata fissata al 27 gennaio di ogni anno, con una prima cedola lunga, relativa al periodo 27.11.2007 - 27.1.2009.

L'effetto principale della ristrutturazione è stato quello di diminuire, in modo notevole, il peso del debito nel bilancio previsionale 2008, poiché grazie alla cedola lunga, l'ammortamento del Bond City of Rome è ripreso il 27.1.2009, saltando completamente l'esercizio 2008.

Orbene, i predetti contratti derivati stipulati dal Comune di Roma sono stati oggetto di attenta disamina da parte della Sezione Controllo Regione Lazio della Corte dei Conti, la quale ha evidenziato numerosi profili di criticità³¹⁶.

Nella relazione della Corte dei Conti del 7 giugno 2010 relativa alla situazione contabile del Comune di Roma nel quadriennio 2004-2008, si evidenzia come i rischi che il Comune ha assunto con la stipula dei suddetti derivati siano eccessivi rispetto ai benefici che lo strumento

³¹⁶ Cfr. ancora Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.283 ss) cit., in www.corteconti.it

consente. Di fronte a un beneficio limitato (di un punto percentuale per i primi due anni), il Comune si è esposto al rischio, potenzialmente illimitato, di corrispondere un tasso variabile, negli anni successivi.

Secondo la magistratura contabile *“nel caso del Comune di Roma pare essere mancata una strategia unitaria di gestione del debito e una valutazione equilibrata dei rischi e delle prestazioni corrispettive; non era difficile prevedere già al momento della stipula, che certe operazioni avrebbero dato origine a flussi finanziari netti a sfavore del Comune (non è un caso che sulle nove operazioni ancora in essere solo una presenti un mark to market positivo per il Comune). Vi è stato un eccessivo affidamento sulle informazioni degli intermediari; ha pesato l'assenza di un advisor in posizione di terzietà; si è fatto eccessivo affidamento a un'unità di finanza interna forse non adeguatamente strutturata. Si è riscontrata altresì una eccessiva concentrazione su un singolo intermediario (UBS Ltd). In alcuni casi vi è la presunzione di corresponsione di commissioni implicite, dati il palese squilibrio delle prestazioni reciproche e l'assenza del pagamento di un up front a favore del Comune. In più casi si è cercato di allungare le scadenze (obiettivo non necessariamente riprovevole), ma spostando gli oneri su esercizi più lontani. L'operatività posta in essere dal Comune di Roma ha certamente consentito di far fronte a importanti momentanei squilibri di cassa, ad allungare le scadenze, modificando il profilo degli esborsi, in linea con le presumibili disponibilità future; peraltro, nel complesso non sembra potersi dare un giudizio di piena rispondenza a criteri di sana e prudente gestione finanziaria. Non pare, pertanto, che la complessiva*

gestione delle operazioni di finanza derivata poste in essere dal Comune abbia rispettato gli obiettivi fissati dalla Legge di riduzione del costo finale del debito e riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato (con tutti i caveat riportati sopra circa la possibilità del conseguimento di entrambi gli obiettivi)''³¹⁷.

Secondo l'orientamento della magistratura contabile l'Ente che vuole porre in atto una gestione attiva del debito, dovrebbe saper monitorare, dopo la conclusione del contratto derivato, l'andamento del mercato, valutando che cosa succede se lo scenario che interviene è diverso da quello ipotizzato, per l'adozione di eventuali interventi correttivi. Al momento della stipula l'Ente dovrebbe saper valutare se certi scenari non siano stati costruiti *ad hoc* da parte dell'intermediario. Dovrebbe disporre dei dati storici e essere in grado di valutare quali scenari siano stati utilizzati dall'intermediario. Dovrebbe mettersi in condizioni di fare una corretta valutazione del prezzo, ricorrendo ad un *advisor* che non sia la banca stessa o un'entità della banca stessa. Anche questa rappresenta una difficoltà per il controllore esterno.

³¹⁷ V. Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.308- 311) cit., in www.corteconti.it in cui si afferma che “ nel formulare un giudizio sull'operatività in derivati del Comune di Roma si potrebbe dire che nel complesso il requisito della tipologia di derivati ammessa dalla normativa è stato rispettato, così come è stato rispettato l'obbligo di preventiva comunicazione al Ministero dell'Economia e delle Finanze. Peraltro, nel corso del controllo sono state riscontrate le seguenti anomalie; diversi esempi dimostrano l'assenza di un'adeguata valutazione dei rischi di evoluzione degli scenari di tasso di interesse e l'assenza di equilibrio nelle prestazioni corrispettive, il pagamento di commissioni implicite, lo spostamento di oneri su esercizi più lontani”.

Ciò soprattutto al fine di evitare una situazione di conflitto di interesse, laddove l'*advisor* risulti in qualche modo collegato con la banca intermediaria, come è avvenuto in recenti casi³¹⁸.

Giova rammentare che tra gli obblighi imposti all'intermediario vi è quello di organizzarsi ed operare in maniera tale da ridurre al minimo i rischi di conflitto di interesse, e, in situazione di conflitto, di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (art.21, comma 1 lett.c) T.U.F)³¹⁹.

³¹⁸ Vedi il caso del Comune di Rimini, già affrontato in questo capitolo al parag 4.2.1) alla cui lettura si rinvia.

³¹⁹ Come ben noto, la disciplina sul conflitto di interesse è stata modificata a seguito dell'attuazione della direttiva MiFID. L'art. 21, comma 1-bis, lett.a) t.u.f. e gli artt. 23 ss. del Provvedimento Congiunto Consob Banca d'Italia 29 ottobre 2007 successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012 e del 25 luglio 2012, oltre a identificare come rilevante il solo conflitto potenzialmente portatore di pregiudizio al cliente, ad estendere l'ambito soggettivo di pertinenza del conflitto e a non consentire alcuna deroga in ragione della qualità professionali o meno dell'operatore hanno confermato e irrobustito l'obbligo organizzativo finalizzandolo tuttavia non già alla minimizzazione, bensì alla radicale prevenzione del conflitto onde evitarne una negativa ricaduta sugli interessi dei clienti. Sulla nozione di conflitto di interesse, vasta è la letteratura in termini esemplificativi: LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012, I, 390; ACCETTELLA, *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 1, 106; SANGIOVANNI, *Contratto di interest rate swap, danni futuri e tutela cautelare*, in *Danno e resp.* 2012, 4, 429; GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, cit. in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 6, 794. L'A. mette in evidenza come nel settore dei contratti derivati "una possibile scaturigine di una condizione conflittuale viene rintracciata nella circostanza per la quale frequentemente, per non dire normalmente, ai contratti derivati stipulati con la clientela corrispondono contratti di segno eguale e contrario stipulati con il resto del mercato (ciò che tecnicamente prende il nome di ricopertura). Escluso, altrettanto correttamente, qualsivoglia giuridico collegamento fra i due segmenti negoziali, la connessione rilevando su un piano di mera funzionalità finanziaria, il susseguirsi della stipulazione non resta tuttavia giuridicamente indifferente sul piano dell'apprezzamento della correttezza comportamentale dell'intermediario. Anche in questa ipotesi sempre, naturalmente, in una prospettiva potenziale e senza alcuna automatica equivalenza fra presunzione astratta e concreta operatività ben può raffigurarsi il fondato rischio che l'offerta di un dato prodotto alla clientela possa corrispondere al soddisfacimento, più che dell'esigenza del cliente di fruire di un prodotto adatto al proprio bisogno, a quella dell'intermediario di rinvenire un'utile controparte con cui operare la ricopertura: massimamente nel caso in cui la stipulazione con il cliente non preceda, bensì segua, l'operazione già effettuata sul mercato"; LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI E LENER, Torino, 2011, I vol., 313 ss.;

MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 05, 604. L'A. osserva che "è centrale la prospettiva del conflitto di interessi, la quale impone che l'intermediario renda note all'investitore tutte le condizioni che per lui sono rilevanti ai fini della conclusione del contratto derivato, ivi compresa l'esistenza e la preventiva quantificazione di un ««margine lordo», di ««costi di hedging » e così via"; GIRINO, *I contratti derivati*, op.cit., Milano 2010, 525 ss; MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, 06, 779. L'A. osserva che "l'intermediario deve offrire all'investitore la soluzione che effettivamente consente all'investitore, ad una valutazione ex ante, di evitare per quanto possibile di subire perdite patrimoniali maggiori, perché questo è l'interesse sostanziale dell'investitore. Così, l'intermediario non può erogare all'investitore somme c.d. up front, che azzerano l'effetto dell'addebito del costo di estinzione, poiché l'erogazione fa sorgere in capo all'intermediario un interesse a determinare il contenuto del derivato rinegoziato in funzione del recupero della somma erogata (maggiorata di una remunerazione che è in aperto conflitto con l'interesse dell'investitore a che il nuovo derivato sia invece costruito in funzione del contenimento del rischio a suo carico. In tal senso si è già espressa, molto lucidamente, la giurisprudenza penale). Si tratta di condotte che violano l'art. 21 t.u.f. e danno luogo al risarcimento del danno a carico dell'intermediario"; INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari- sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corriere giur.*, 2009, 7, 973; ROMEO, *Il conflitto di interessi nei contratti di intermediazione*, in *I Contratti*, 2009, 443; CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 40; BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto d'interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto d'interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, in *Contr. e impr.*, 2007, 306; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella Direttiva MiFID*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2007, 121 ss; RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, pg. 99 ss; TROIANO, *La nuova disciplina dei conflitti di interesse*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2006, 103 ss; MENTI, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, pg. 945/I ss.; ANNUNZIATA, *"Governance" delle banche e conflitti id interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *Analisi Giuridica dell'economia.*, 2004, p. 177; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004,. 452 ss. V. sull'argomento anche Corte dei Conti, sezioni riunite in sede di controllo "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni", dinanzi al Senato della Repubblica, 6ª Commissione - Finanze e tesoro del 18 febbraio 2009, in www.corteconti.it. In ordine all'eventuale problema del conflitto di interessi tra advisor ed intermediario: cfr. Deliberazione n.52 del 17.04.2008, della Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, in www.corteconti.it/controlli, in cui si legge che "qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un advisor dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria. Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione. Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'advisor e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse. In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un advisor che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione".

In termini generali si deve affermare che il conflitto sussiste ogni qual volta esistano rilevanti “affari” propri (interessi diretti) o rilevanti relazioni di affari con altri soggetti (interessi indiretti) che confliggano con le esigenze di tutela del cliente. Non a caso, il legislatore nel disciplinare le partecipazioni rilevanti di un soggetto in un'altra società, ha tenuto conto non solo delle partecipazioni dirette, ma anche di quelle indirette, si pensi ad esempio alla disciplina del controllo e del collegamento societario art. 2359 cod. civ. delle partecipazioni rilevanti e reciproche (artt. 120 e 121 T.U.F), degli assetti proprietari e dei gruppi bancari, rispettivamente, artt. 18 e 63 T.U.B³²⁰.

L'obbligo di informare il cliente in ordine alla situazione di conflitto è diretto a soddisfare un'esigenza di riequilibrio della c.d.

³²⁰ Art. 63 del D.lgs 1.09.1993 n.385 (c.d.T.U.B.) recita “ Alle società finanziarie capogruppo si applicano le disposizioni del titolo II, capi III e IV (2) .2. Nei confronti delle altre società appartenenti al gruppo bancario e dei titolari di partecipazioni nelle medesime società sono attribuiti alla Banca d'Italia i poteri previsti dall'articolo 21”. CFR. INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari- sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, cit., in *Corriere giur.*, 2009, 7, 973. L'A. osserva che “l'art. 23 riprende in sostanza le finalità, espresse nella direttiva MIFID, della creazione all'interno della struttura di ogni singolo intermediario di una politica dell'organizzazione atta ad evitare che eventuali conflitti di interesse possano pregiudicare negativamente gli intereressi degli investitori. In primo luogo questa norma prevede che gli intermediari devono adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti al momento della prestazione dei servizi di investimento. Il secondo comma, in considerazione della polifunzionalità che caratterizza l'attività dell'intermediario, dispone che gli intermediari gestiscano i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, evitando così che questi conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Ad ogni modo, e qui rientra il principio del *disclose or abstain*, quando le misure adottate ai sensi delle precedenti disposizioni non sono sufficienti per assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano. V'è peraltro da notare che la norma non è esaustivamente chiara, non prevedendo se l'informazione fornita dall'intermediario è sufficiente per poter procedere con l'operazione oppure se è necessario ottenere l'espressa autorizzazione dell'investitore”.

“asimmetria informativa” che non trova adempimento in una mera indicazione formale dell’esistenza del conflitto di interesse³²¹.

³²¹ Ampia è la giurisprudenza sul conflitto di interessi, in termini esemplificativi si segnalano Trib. Bologna, 26.01.2011, in studiodilegaleleggiditalia.it/bancadati per il quale “mentre in base all'art. 27 del regolamento intermediari previgente, gli stessi non potevano effettuare operazioni con o per conto della clientela nel caso di interesse diretto o indiretto in conflitto, a meno che non avessero informato preventivamente e per iscritto l'investitore, il quale avesse acconsentito, con le medesime modalità, all'effettuazione dell'operazione (c.d. abstain or disclose), ad oggi l'obbligo informativo in questione è soltanto residuale, venendo in rilievo unicamente qualora le misure organizzative ed amministrative adottate non siano sufficienti ad evitare che il conflitto produca i propri effetti negativi (art. 21 - D.Lgs. n. 58/1998). Ed anche una volta comunicata la fonte del conflitto, non v'è più alcuna norma che imponga all'intermediario che abbia effettuato la disclosure di astenersi dal compiere l'operazione senza aver ottenuto l'autorizzazione del cliente. Da ciò emerge l'intenzione di considerare il conflitto di interessi non più come una patologia da eliminare ex se, bensì come una circostanza da prevenire e, ove non possibile, da gestire attivamente, impedendo ad un potenziale conflitto (fisiologico) di tramutarsi in danno (esso sì patologico).”; Trib. Milano, 19.04.2011, cit., in www.ilcaso.it, per il quale “la contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati over the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura... se la sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del regolamento Consob 11522/98 esclude l'applicazione della disciplina del conflitto di interessi prevista dall'articolo 27 dello stesso regolamento, l'intermediario finanziario non può tuttavia ritenersi autorizzato a gestire il conflitto di interessi esclusivamente a proprio favore, senza garantire al cliente un equo e trasparente trattamento. Trasparenza ed equo trattamento nella gestione dei conflitti di interesse (conflitti che devono in ogni caso essere ridotti al minimo e non possono diventare un comportamento generalizzato neanche nei confronti di operatori qualificati) costituiscono precetti comportamentali basilari, alla cui osservanza l'intermediario è tenuto anche quando il cliente sottoscrive la dichiarazione prevista dal articolo 27 citato, ovvero anche quando il cliente sia un operatore qualificato (nella specie, è stata ritenuta sussistente la violazione dei precetti di trasparenza ed equo trattamento nella gestione dei conflitti di interesse in quanto nella costruzione di un prodotto derivato complesso l'intermediario ha: proposto la stipulazione di operazioni che presentavano un'alea contrattuale asimmetrica ove il cliente avrebbe potuto realizzare un utile massimo limitato a fronte di perdite potenzialmente illimitate; il prodotto derivato prevedeva la copertura richiesta dal cliente solo all'interno di un determinato range, al di fuori del quale corrispondeva un vantaggio bidirezionale per l'intermediario; il prodotto necessitava di un costante monitoraggio e di interventi correttivi molto frequenti, anche infra-giornalieri, il cui controllo avrebbe richiesto alla cliente una struttura complessa e costi non giustificati)”; Appello Torino, 04.04.2011, in www.ilcaso.it, per il quale “la circostanza che, in virtù dei rapporti di controllo totalitario, la banca negoziatrice faccia parte dello stesso gruppo della banca collocatrice, integra appieno un interesse all'esecuzione dell'operazione di investimento che va al di là di quello che sarebbe altrimenti individuabile in qualsiasi altro intermediario autorizzato non vincolato a

Sempre secondo quanto si legge nella relazione della Corte dei conti, dovrebbe essere buona norma di comportamento di un Ente quella di effettuare una valutazione comparativa di più proposte e di evitare una concentrazione eccessiva su un singolo intermediario.

Non risulta che il Comune di Roma - come rilevato dalla Corte dei Conti³²² - abbia adottato questa precauzione. In diversi derivati stipulati dal Comune di Roma questa condizione non pare essersi verificata. Per il Comune di Roma, si nota una forte concentrazione su un singolo intermediario: la distribuzione del capitale residuo dei derivati vede un 45,5% del totale in capo a UBS Limited, mentre gli altri intermediari (Dexia Crediop JP Morgan, Barclays) rappresentano ciascuno quote oscillanti tra il 12-13% ciascuna (Morgan Stanley 3%). È comprensibile che, soprattutto in caso di ristrutturazione di posizioni preesistenti, non sia semplice per l'Ente scegliere una controparte diversa da quella originaria; la ristrutturazione del derivato preesistente, se il *mark to market* è divenuto nel frattempo negativo, implica un nuovo finanziamento dell'intermediario verso l'Ente; in questo caso è difficile per l'Ente rivolgersi a un intermediario diverso da quello originario, perché una nuova banca dovrebbe finanziare il *mark to market* della

determinati rapporti infragruppo. Un siffatto interesse si pone sulla direttrice di conflitto con l'interesse del cliente sia perché derivante da rapporti di gruppo sia perché conseguente alla prestazione congiunta di più servizi all'interno del gruppo, quali il collocamento da un lato e la negoziazione retail dall'altro, sia, infine, perché connesso "a rapporti di affari propri o di società del gruppo";

³²² V. Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.308- 311) cit., in www.corteconti.it

prima; questo spiega il motivo per cui la ristrutturazione avviene generalmente con la banca del primo derivato. Ma conoscendo la situazione di difficoltà in cui si trova l'Ente, l'intermediario originario è portato ad applicare margini significativi.

Nel caso del Comune di Roma il debito con UBS (a parte il *bond*) è stato ristrutturato più volte nell'arco del tempo. Nel caso di rinegoziazione del contratto l'assorbimento di un *mark to market* negativo relativo al precedente contratto nel nuovo impedisce di far emergere con chiarezza il debito del Comune, che viene regolato extrabilancio, commettendosi così una grave irregolarità contabile³²³.

Dall'esame dell'operazione finanziaria posta in essere dal Comune di Roma, si intuisce un'omissione informativa dell'intermediario sulla natura "altamente speculativa" dello strumento finanziario proposto, tale da incidere proprio sul dispiegamento di quelle elementari regole di trasparenza che promanano, prima ancora che dall'art. 21 T.u.f., dallo stesso impianto minimo e generale della buona fede, che costituisce un elemento integrativo del contratto implicante l'ampliamento degli obblighi in esso contenuti, tra cui quello di preservare la sfera giuridica altrui³²⁴.

³²³ V. ancora Deliberazione n.20 del 12.05.2010 della Corte dei Conti, Sez. Reg. di controllo per il Lazio con allegata relazione del 7.06.2010 (pg.308- 311) cit., in www.corteconti.it

³²⁴ LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op.cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012,I, 369; DI MAJO, *Le tutele contrattuali*, Torino 2009, 58 ss.; ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato IUDICA-ZATTI*, Milano 2001, 177 nel sistema giuridico italiano il dovere di buona fede nel corso delle

Ciò posto, si osserva che anche in presenza di un cliente qualificato, l'intermediario non può esimersi dal fornire informazioni esaustive, laddove l'operazione finanziaria presenti elementi di "elevata complessità tecnica" che richiedono una comprovata esperienza nel settore, ovvero una organizzazione interna che, nel caso del Comune di Roma, sicuramente mancava.

Di contro, si rileva un comportamento contrario alle normali regole di diligenza e prudenza, da parte degli organi comunali, che non hanno correttamente valutato i rischi dell'operazione, tale da potere integrare un'ipotesi di "responsabilità amministrativa", laddove fosse accertato un danno erariale a carico del Comune di Roma, derivante dalla sottoscrizione del derivato, a prescindere da eventuali profili penali che, allo stato, non paiono essere ancora emersi, come è avvenuto, invece, nel caso milanese, con il rinvio a giudizio delle banche *arrangers* e di vari funzionari e dirigenti comunali.

trattative si concretizza nel dovere di verità, nel dovere di chiarezza e nel dovere di non deludere l'affidamento sull'affare generato nella controparte. Tali considerazioni, sviluppate in seno alle questioni negoziali, possono essere estese a tutti casi in cui si crea una relazione tra le parti sulla base di un dato rapporto giuridico. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, Enc. giur. Treccani, XXI (Roma 1990), 1 ss.; PIETROBON, *Affidamento*, voce dell'Enc. giur., I, Roma 1988, 1.; BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 209; DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, Comm. Scialoja-Branca, art. 1173-1176 (Bologna-Roma 1988), 316 s.; DI MAJO, *L'esecuzione del contratto*, Milano 1967, 408- 417 ss.

CAPITOLO QUARTO

La responsabilità penale per l'utilizzo illegittimo dei derivati negli

Enti locali

1.- Il Caso del Comune di Milano

La complessa ed articolata vicenda dei derivati sottoscritti dal Comune di Milano inizia nel maggio 2005, quando la giunta di centro-destra guidata dall'allora sindaco Gabriele Albertini approvava una delibera con la quale avviava le procedure per la ristrutturazione del debito in essere dell'Ente territoriale di 1,85 miliardi di euro - esposto prevalentemente in mutui di cui il 70% a tasso variabile e il 30 % a tasso fisso - attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario, a 30 anni di 1,6 miliardi di euro, motivando l'operazione con la possibilità di ottenere notevoli risparmi ³²⁵.

³²⁵ La vicenda del Comune di Milano ha lungamente interessato gli organi di stampa, si citano alcuni dei più significativi articoli giornalistici apparsi sull'argomento che consentono una puntuale ricostruzione fattuale della vicenda milanese che ha portato al rinvio a giudizio di amministratori pubblici nonché dirigenti e consulenti di istituti di credito: LONGO, *Quattro banche sotto indagine per i derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24Ore* del 27.6.2008; RIODA, *Vicenda derivati a milano: contestato il reato di truffa aggravata per 14 persone e 4 banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 28.07.2009; FRISONE, *"A Milano la banca va in Procura"*, in *Il Sole 24 Ore* del 24.01. 2009, ove è data sintetica contezza delle contestazioni mosse; GATTI, *"Derivati Milano, scattano i sequestri"*, in *Il Sole 24 Ore* del 28.04.2009; SOGLIO, *Scandalo derivati, un superprestito per pagare meno interessi*, in *Il Sole 24Ore* del 10.3.2010; ORIOLI, *Banche a giudizio sui derivati*, in *Il Sole 24 ore* del 18.3.2010; TROVATI, *Derivati, lo scontro sui costi*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.03.2010 ; Calandra, *Al via il processo derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 6.5.2010; MONACI-TROVATI, *Derivati Milano: no alle eccezioni*, in *Il Sole 24 ore* del 15.07.2010; CALANDRA, *Al via il processo derivati al Comune di Milano*, , in *Il Sole 24 Ore* del 6.05.2010. Una puntuale ricostruzione dell'operazione finanziaria posta in essere dal Comune di Milano si legge nella Relazione sull'indagine relativa alle forme di finanza innovativa, con particolare riguardo a strumenti di finanza derivata della Regione Lombardia, della Sezione Reg. di controllo della Corte dei Conti, sez. regionale di controllo, per la Lombardia, delibera del 5.6.2008, n.118 in www.corteconti.it/banchedati (p.26 ss).

A tal fine, il Comune bandiva una gara per selezionare uno o più Arranger per l'emissione del prestito obbligazionario, finalizzato alla ristrutturazione del debito.

Gli intermediari-Arrangers dovevano curare il collocamento del prestito obbligazionario trentennale, versando in anticipo al Comune l'importo di euro 1.685.000.000. Tra i 20 istituti bancari partecipanti alla gara venivano selezionati quattro Arrangers: Deutsche Bank AG, UBS Ltd, Depfa Bank Plc e JP Morgan Chase Bank N.A.³²⁶.

In data 16 giugno 2005 il Consiglio Comunale di Milano deliberava di procedere all'emissione di titoli obbligazionari "a condizione che il valore finanziario delle nuove passività fosse inferiore a quello delle passività originarie" e precisando che "l'emissione dei Titoli veniva decisa sul presupposto che l'emissione stessa comportava una riduzione del valore finanziario delle passività totali³²⁷".

³²⁶ Con il termine *Arranger* si indica generalmente una banca commercial o un pool di istituti bancari di buon livello in campo internazionale e con una robusta stabilità economica che si incaricano di strutturare e negoziare il finanziamento. Il loro ruolo consiste principalmente nel contattare il maggior numero di banche per l'adesione al progetto e coordinare tutti i finanziatori. Anche all'arranger sono richiesti determinati requisiti tra cui maturata in analoghe precedenti esperienze, la reputazione, la flessibilità di fronte a imprevisti. La banca che sta al vertice è detta lead arranger ed è coadiuvata da co-arranger.

³²⁷ V. ancora per una puntuale ricostruzione della vicenda la Relazione sull'indagine relativa alle forme di finanza innovativa, con particolare riguardo a strumenti di finanza derivata della Regione Lombardia, della Sezione Reg. di controllo della Corte dei Conti, sez. regionale di controllo, per la Lombardia, delibera del 5.6.2008, n.118 in www.cortedeiconti.it/banchedati (p.26 ss) nonché richiesta di sequestro preventivo penale, ex art 321 c.p.p della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo. V. anche Audizione della Guardia di Finanza presso la 6^a Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica del 10.06.2009; MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 286 ss; ELIA, MOLINARI, *Compendio sui contratti derivati. Un faro sugli interest rate swap*, Milano, Le Fonti Editore, 2009, 8 ss.

Secondo quanto prospettato dall'organo esecutivo del Comune, la predetta operazione risultava conveniente sia perché, da un lato, *“la situazione congiunturale di mercato era favorevole alla riduzione dei tassi di interesse pagati per i finanziamenti di lungo termine”* sia perché il ricorso a prestiti obbligazionari avrebbe comportato la possibilità di usufruire *“del beneficio fiscale derivante dalla retrocessione al Comune da parte del Ministero dell'Interno del 50% della ritenuta fiscale applicabile agli interessi corrisposti sui titoli del debito”* (Delibera n. 1087, in data 3 maggio 2005).

In questo modo l'ente avrebbe avuto un beneficio in termini di riduzione dei tassi da corrispondere in relazione al debito esistente ed avrebbe ottenuto delle risorse, quelle derivanti dalla retrocessione dell'imposta, da utilizzare nell'immediato.

In data 21 giugno 2005, la Giunta Comunale deliberava l'esecuzione dell'operazione, indicandone la fattibilità *“solo e soltanto laddove perduri la condizione di ottenere una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico del Comune³²⁸.....”*. L'operazione di emissione del prestito obbligazionario e del connesso swap di ammortamento si concludevano rispettivamente in data 24 e 27 giugno 2005.

³²⁸ V. Relazione sull'indagine relativa alle forme di finanza innovativa, con particolare riguardo a strumenti di finanza derivata della Regione Lombardia, cit della Sezione Reg. di controllo della Corte dei Conti, sez. regionale di controllo, per la Lombardia, delibera del 5.6.2008, n.118 in www.corteconti.it/banchedati; Audizione della Guardia di Finanza presso la 6^ Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica del 10.06.2009 in www.gdf.it e www.senato.it. Cfr. anche Richiesta di sequestro preventivo penale, ex art 321 c.p.p della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo.

Tuttavia, appena qualche settimana dopo, e precisamente in data 26 luglio 2005, la Giunta informava il Consiglio (??) dell'esistenza di un pregresso contratto in derivati stipulato con UBI in data 5 marzo 2002, riferibile a mutui contratti con la Cassa depositi e prestiti, nonostante tali mutui fossero stati rinegoziati od estinti proprio in riferimento all'emissione del prestito obbligazionario. La Giunta, dopo aver affermato di ritenere che "la ristrutturazione della posizione in derivati oggetto della presente deliberazione sia direttamente correlata e a completamento dell'operazione di emissione del prestito obbligazionario, anche come richiesto dal Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 389/03", deliberava di procedere comunque a tale ristrutturazione complessiva.

Effettuato il collocamento sul mercato dell'emissione obbligazionaria, gli accordi prevedevano l'obbligo per il Comune di versare alle Banche Arrangers, con cadenza annuale, quote di capitale per l'ammortamento del prestito, che esse avrebbero dovuto poi direttamente rimborsare ai sottoscrittori alla scadenza nel 2035, secondo la formula denominata "bullet"³²⁹. Il relativo swap di ammortamento, previsto dalla legge, era strutturato nel senso che ciascuna delle Banche avrebbe versato al Comune un tasso fisso del 4.019% su un nominale di riferimento di 421 Mln, per tutti gli anni di durata del prestito, pari a

³²⁹ Ovvero l'importo di riferimento rimane costante nel tempo, cioè è sempre uguale a ogni scadenza per tutta la durata del contratto, a differenza del nozionale "**amortizing**", che non rimane costante nel tempo ma si ammortizza, seguendo in linea di massima l'ammortamento del mutuo da coprire.

quello che il Comune doveva versare ai possessori delle obbligazioni. In questo modo, ogni anno il Comune avrebbe ricevuto dagli intermediari finanziari l'importo utile per remunerare il capitale investito dagli obbligazionisti, mentre il Comune avrebbe versato alle Banche un importo variabile indicizzato al tasso Euribor a 12 mesi, contenuto in una fascia di oscillazione (cd. "collar") compresa tra un tasso minimo di 3.48% (cd. "floor") ed un tasso massimo di 6.19% (cd: "cap").

In sintesi, il Comune avrebbe ricevuto una quota di interessi fissa calcolata ogni anno sull'intero ammontare del prestito, pagando **un tasso variabile calcolato su una quota di capitale in ammortamento e, quindi, decrescente.**

Questa strutturazione del derivato sottostante all'emissione del bond è stata prospettata dalle Banche, alle quali il Comune si era pienamente affidato per la costruzione e la gestione dell'intera operazione, come rispondente ai requisiti ed alle condizioni posti dall'Ente a tutela del pubblico interesse.

Secondo le previsioni delle Banche Arrangers il Comune di Milano avrebbe ottenuto un risparmio di 57 milioni di euro circa. Successivamente, il Comune di Milano ed i quattro istituti bancari rinegoziavano per ben sei volte i contratti stipulati, fino a quando nel 2007, il "floor"³³⁰ veniva elevato al 4,22%, in misura superiore al tasso

³³⁰ "Floor": termine che nel linguaggio finanziario, definisce l'esistenza di un livello inferiore, normalmente riferito a un rendimento (di un'attività) oppure al costo (di una passività), oppure al regolamento di un derivato. Con il termine "Cap" si indica l'esistenza

fisso del 2005 (4,019%), superiore a quello che le banche si erano obbligate a versare a favore del Comune.

Ogni variazione del contratto ha comportato una variazione delle curve dei tassi relativi allo swap di tasso di interesse a carico del Comune, prevedendo generalmente un **innalzamento del floor**, vale a dire del tasso minimo che il Comune era, comunque, tenuto a pagare, indipendentemente dalle condizioni di mercato (vale a dire, in pratica, in caso discesa dei tassi).

Tale innalzamento è stato determinato dall'applicazione di commissioni implicite che le banche Arrangers hanno effettuato in occasione di ogni variazione contrattuale.³³¹

Alla fine, a seguito dei continui innalzamenti del floor, derivanti dalle variazioni contrattuali apportate nel corso dell'esecuzione dell'operazione, il Comune di Milano si è trovato paradossalmente a dover versare un tasso di interesse superiore a quello che pagava prima

di un livello superiore normalmente riferito a un rendimento (di un'attività) oppure al costo (di una passività), oppure al regolamento di un derivato. Ricordiamo l' "*Interest rate floor*": contratto derivato *over the counter* sui tassi di interesse, in cui una parte dietro pagamento di un <<premio>>, ha diritto a ricevere dalla controparte, per un certo periodo e a scadenze prefissate, la differenza (se positiva) tra un tasso prefissato (*strike rate o floor rate*) e un tasso di mercato (per es. *libor*). Per "*Interest rate cap*" contratto derivato *over the counter* sui tassi di interesse, in cui una parte dietro pagamento di un <<premio>>, ha diritto a ricevere dalla controparte, per un certo periodo e a scadenze prefissate, la differenza (se positiva) tra un tasso di mercato (per es. *libor*) e un tasso prefissato (*strike rate o floor rate*). Con riferimento al caso di specie, si indica il tasso di interesse variabile che prevede un limite inferiore, oltre il quale il tasso non può scendere insieme ad un limite superiore, il Cap, oltre il quale il rendimento non può salire, in modo tale da proteggere l'ente da ampie variazioni dei tassi Euribor. V. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., Milano 2010, 89 ss

³³¹ Cfr sul punto Deliberazione Corte dei Conti, Sez. Reg. controllo per la Lombardia del 17.4.2008, n.52 in *www.corteconti/banchedati*.

della ristrutturazione (ma su un capitale residuo inferiore), nonostante la concomitante discesa dei tassi di interesse.³³²

In pratica l'operazione di ristrutturazione nata per tutelare il Comune dal rischio dell'innalzamento dei tassi di interesse, ha costretto il Comune di Milano al versamento in favore delle banche Arrangers di un tasso di interesse superiore (floor) a quello di mercato.

³³² V. ancora Deliberazione Corte dei Conti, Sez. Reg. controllo per la Lombardia del 17.4.2008, n.52 in *www.corteconti/banchedati*.

2.- I profili critici dell' operazione finanziaria del Comune di Milano secondo la Corte dei Conti

Con deliberazione del 17 aprile 2008 n.52, la Corte dei Conti della Lombardia interveniva sulla complessa operazione di finanza strutturata posta in essere dal Comune di Milano³³³, sottolineandone numerose criticità.

Per una migliore comprensione dell'argomento, ci pare interessante riportare integralmente alcuni significativi stralci della lunga e complessa delibera redatta dalla Corte dei Conti, nella parte in cui vengono evidenziate le maggiori perplessità sull'operazione: *“La complessità dell'operazione che prevede una durata di trenta anni e la circostanza che in un breve arco temporale siano intervenute ben sei modifiche comporta la necessità di trarre alcune conclusioni. Tutte le operazioni di modifica ed integrazione del contratto originario sono state poste in essere con determinazione del Dirigente Responsabile di settore e non sono state precedute da una specifica delibera del Consiglio comunale e solo alcune di esse sono state eseguite a seguito di uno specifico indirizzo proveniente dalla Giunta Comunale. ...L'aumento delle soglie dei tassi minimi che l'ente è tenuto a corrispondere così come la conclusione di un nuovo contratto come il Credit Default swap - CDS (sesta integrazione) vengono ad incidere sul profilo dell'operazione e rendono quantomeno utile che siano precedute dalle scelte di indirizzo di competenza dell'organo politico... dopo soli due mesi dalla stipula*

³³³ Reperibile sul sito www.corteconti.it/banchedati

del contratto originario, la Giunta comunale ha disposto il parziale assorbimento all'interno dello swap di tasso di interesse, concluso con le Banche Arrangers, di un precedente swap di tasso di interesse, divenuto parzialmente privo di capitale nozionale di riferimento a seguito dell'estinzione anticipata dei mutui di riferimento nell'ambito dell'operazione esaminata in questa sede. Le perplessità inerenti la chiusura di questo contratto derivano unicamente dalla circostanza che non risulta esplicitata la ragione in base alla quale l'ente non ha tenuto in considerazione l'esistenza di questo contratto al momento della conclusione dell'operazione principale, avvenuta solo un mese prima delle delibere di Giunta che hanno avviato l'estinzione dei mutui. Infatti la modifica contrattuale relativa a questo contratto ha comportato, comunque, una variazione delle condizioni contrattuali originarie che hanno provocato una situazione di potenziale aumento del rischio finanziario a carico del Comune che sarebbe stato opportuno valutare sin dall'inizio....

L'assorbimento del precedente derivato e, soprattutto del mark to market negativo, ha comportato una significativa modifica delle condizioni contrattuali originarie con un conseguente aumento del rischio finanziario del Comune, dato in particolare dall'innalzamento del floor. Se anche sono comprensibili le ragioni dell'operazione, la stessa desta alcuna perplessità sotto il profilo della sana gestione finanziaria perché un debito attuale (il mark to market negativo) riferito ad un contratto diverso da quelli oggetto dell'operazione di ristrutturazione è stato inserito all'interno di un meccanismo contrattuale diverso, oltretutto traslando verso il

futuro gli oneri, con ulteriori vincoli per la gestione delle future risorse dell'ente. Ogni variazione del contratto ha comportato una variazione delle curve dei tassi relativi allo swap di tasso di interesse a carico del Comune, prevedendo generalmente un innalzamento del floor, vale a dire del tasso minimo che il Comune è, comunque, tenuto a pagare, indipendentemente dalle condizioni di mercato (vale a dire, in pratica, in caso discesa dei tassi)''³³⁴.

Anche a seguito dei rilievi critici contenuti nella deliberazione della magistratura contabile veniva depositato presso il Tribunale di Milano un esposto del vicepresidente del Consiglio comunale, nel quale si chiedeva all'ufficio del P.M. la valutazione della configurazione del reato previsto di cui all'articolo 640, secondo comma, c.p., ossia la "truffa aggravata", a carico delle Banche Arrangers per la complessa operazione di ristrutturazione eseguita dal Comune di Milano

³³⁴ Deliberazione Corte dei Conti, Sez. Reg. controllo per la Lombardia del 17.4.2008, n.52 in www.corteconti/banchedati.

3.- L'inchiesta della Procura di Milano

A seguito dell'esposto, la Procura di Milano avviava un'indagine per truffa (la prima del genere) nei confronti delle quattro banche. Secondo gli inquirenti l'amministrazione comunale di Milano si sarebbe accollata oltre 70 milioni di commissioni "occulte", considerando sia i costi della chiusura di un derivato precedente, legato ai vecchi mutui estinti con il bond, sia i costi dell'apertura dei nuovi swap agganciati all'obbligazione.

Successivamente, con le ristrutturazioni avvenute fino al 2007, le commissioni "implicite" sarebbero arrivate a 100 milioni. A consentire il conseguimento dei profitti illeciti, o comunque non trasparenti, sarebbero stati 11 funzionari delle 4 banche, (coinvolte nel processo come soggetti giuridici) ed alcuni *managers* comunali³³⁵.

Con decreto del 23 aprile 2009, il Giudice delle Indagini Preliminari presso il Tribunale di Milano disponeva un sequestro preventivo penale a carico delle filiali italiane delle quattro banche estere Arranger, per circa 462 milioni di euro, a norma degli artt. 19 e 53 D.Lgs. 231/01. A fondamento della richiesta cautelare sono state ipotizzate, a carico di alcuni funzionari delle banche arrangers, varie condotte delittuose riconducibili al reato di **truffa aggravata, ai sensi dell'art. 640 co. 2 n. 1 Codice Penale**, ai danni del Comune di Milano.

³³⁵ V.Richiesta di sequestro preventivo penale, ex art 321 c.p.p della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo nonché ordinanza di sequestro preventivo, ex art.321 c.p.p. disposta dal G.I.P presso il Tribunale di Milano

I reati di truffa, secondo le ipotesi accusatorie, sarebbero stati commessi nello svolgimento di una specifica attività di consulenza finanziaria, nonché in occasione della stipula di contratti aventi ad oggetto "strumenti derivati" ed in particolare i cosiddetti "swap". Nell'ipotesi delittuosa all'esame del Tribunale di Milano gli "artifici e raggiri" commessi nell'espletamento della consulenza, volta alla ristrutturazione dei debiti dell'Ente Territoriale, sarebbero consistiti nell'aver dolosamente omissso di prendere in considerazione l'esistenza di un contratto in "derivati", precedentemente stipulato dall'Ente Pubblico, che doveva essere chiuso, con conseguente notevole esborso da parte del Comune³³⁶.

³³⁶ Sull'argomento si richiama un recente articolo FANELLI, *La truffa: le problematiche più controverse*, in *Giur. merito* 2011, 04, 1152. Particolarmente interessante ci pare il giudizio dell'autore sulle nuove tipologie di truffa. Secondo l'A. "la truffa è uno dei reati più «affascinanti» del codice penale, in quanto si presenta come uno scontro tra intelligenze, una sorta di contesa psicologica che l'agente ingaggia nei confronti della vittima, senza fare ricorso alcuno alla violenza o a profili di aggressività: ciò spiega perché la truffa sia fonte di un minor allarme sociale rispetto alle altre forme di aggressione del patrimonio e perché alle volte susciti l'ammirazione del pubblico di fronte alle sue manifestazioni più geniali. Il minore allarme sociale della truffa è dovuto proprio al fatto che si tratta di un reato che necessita della cooperazione della vittima e che quindi non può essere commesso nei confronti di chiunque, ma prevalentemente a danno dei soggetti meno vigili e accorti o di quelli che si lasciano conquistare dal miraggio di facili guadagni: non di rado, infatti, il truffato è un truffatore più ingenuo o più inesperto. In considerazione della particolare complessità della struttura del reato, gran parte dell'elaborazione e dello sviluppo dei suoi molteplici aspetti è dovuta all'intervento del «diritto giurisprudenziale», il cui apporto in questa materia è stato quanto mai significativo: sono oltre 4.500, relativamente agli ultimi settanta anni, le sentenze (massimate o pubblicate) che si sono occupate di truffa e ciò, in aggiunta al fondamentale contributo della dottrina, ha permesso di delineare i confini e i limiti di una norma molto ampia e potenzialmente omnicomprendensiva, nel rispetto del principio di frammentarietà del diritto penale, secondo il quale, al di là del frammento di condotta espressamente sanzionato dalla norma incriminatrice, si riepande l'area di libertà dell'individuo. La truffa può essere definita come reato di frontiera, poiché numerose sono le figure di frodi previste dal diritto penale (ad es.: illeciti in materia previdenziale o tributaria), dal diritto amministrativo (si pensi alla normativa valutaria) e dal diritto civile (che prevede espressamente la figura del dolo quale vizio del consenso), le quali pongono delicati problemi di distinzione dal reato *de quo*. Fa parte, infatti, della natura umana una certa tendenza ad aggirare gli ostacoli che si frappongono al conseguimento degli scopi perseguiti: non ogni comportamento di questo tipo, peraltro, costituisce un ingiusto pregiudizio di interessi altrui, cosicché spetta all'interprete stabilire quando una condotta lato sensu fraudolenta integri la violazione di un qualche divieto

Recentemente la Suprema Corte ha affermato che costituisce reato di truffa contrattuale l'omessa prospettazione, da parte dell'intermediario al cliente, del reale quadro dei rischi e l'omessa comunicazione, in maniera particolareggiata, di ogni elemento dell'operazione finanziaria proposta³³⁷.

In questa vicenda - che si richiama ai soli fini di un inquadramento della fattispecie delittuosa costituita dalla truffa contrattuale - la Suprema Corte ha individuato nelle condotte del direttore, del vice direttore e di un funzionario della direzione finanza di un istituto di credito, gli estremi per l'integrazione del reato di truffa contrattuale

*previsto dall'ordinamento positivo". In termini generali per un inquadramento sistematico vedasi MANTOVANI, *Diritto penale, Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2009, 189; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, parte speciale*, I, Milano, 2009, 440; FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale, parte speciale*, II, Bologna, 2009, 425; FORLENZA, *Confisca obbligatoria in caso di condanna definitiva*, in *Guida dir.*, 2000, f. 42, 53; LA CUTE, *Truffa (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XLV, Milano, 1992; MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, IX, Torino, 1986. Sull'argomento si segnalano alcuni contributi che - sebbene di natura civilistica - sollevano questioni relative a profili penali derivanti dalla vendita di derivati agli enti locali: MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 03, 280; ANDREA ZAMAGNI- CEDRINI, *La clausola "up front" non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola di tribunale e anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovraindebitarsi*, in *Diritto e Giustizia* 2010, 0, 75.*

³³⁷ Cass. pen.15.10.2009, n.43347, in *Resp. civ.*, 2010, 6,426 con nota di FANTETTI, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati.. L'A. osserva che" le conseguenze penali della violazione del dovere di informazione da parte dei soggetti intermediari abilitati sono da ravvisare, relativamente alle eventuali reticenze dei medesimi, al momento della stipula del contratto, nell'ipotesi di reato di truffa. Tale fattispecie delittuosa può essere realizzata anche mediante condotte omissive. Quando la condotta dell'agente si esplica cioè in un contegno in grado di ingenerare errore per omessa rivelazione di circostanze che si ha l'obbligo di riferire, o per simulato atteggiamento suggerito dal pravo proposito di assecondare l'errore altrui e di sfruttarne le conseguenze, non vi è dubbio che non si profitti soltanto passivamente di tale errore, ma che lo si crei meditatamente con preordinato inganno. In tema di causalità da condotta omissiva, quindi, il silenzio maliziosamente tenuto dall'intermediario - che assuma efficienza causale nel processo di formazione della volontà della parte - indotta all'acquisto o comunque rassicurata dalla sua convenienza grazie al comportamento omissivo, integra la condotta di consapevole partecipazione al delitto di truffa. Il dolo proprio del reato di truffa non è quello diretto, potendo essere la fattispecie integrata anche solo dal dolo eventuale. È sufficiente cioè che l'autore della condotta possa percepire anche solo come possibile l'altrui inganno, affinché venga integrata l'ipotesi dell'art. 640 c.p.[..]".*

aggravata a fronte della vendita di prodotti finanziari rischiosi – in particolare swaps – al cliente, avendo quei soggetti omesso di fornire, con completezza, ogni elemento utile attinente all’operazione medesima ed avendo tratto consapevolmente un vantaggio dalla inesperienza ed ignoranza in materia da parte del risparmiatore. Si era trattato, dunque, di un’operazione ad alto rischio e basso rendimento, patrocinata dalla stessa banca, – sicuramente speculativa e non di copertura –, caratterizzata da un rapporto rischio-rendimento definito dalla stessa Corte «perverso», in quanto l’aspettativa di un rendimento, comunque modesto, era correlata ad una serie di circostanze che al contempo ne condizionavano l’elevatissima rischiosità³³⁸.

Secondo la Corte di Cassazione il reato si sarebbe perfezionato al termine di scadenza annuale delle singole operazioni a seguito del quale si è determinato il consolidamento, in termini economici,

³³⁸FANTETTI, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 6,426, secondo cui “ l’atteggiamento consapevolmente inerte dell’operatore finanziario a fronte di una situazione di rischio per l’investitore nel corso dell’operazione – ad esempio il non avere informato la controparte circa l’andamento dell’operazione od il non avere posto in essere operazioni tempestive di bilanciamento – può lasciare sussistere la circostanza ex art. 61, n. 8, c.p. del reato di truffa consistente nell’aver aggravato le conseguenze del reato commesso. Anche in presenza di decisioni della clientela potenzialmente dannose relative alla propria posizione di rischio, sussiste cioè l’obbligo dell’intermediario di contrastarle alla stregua del principio generale di buona fede nella esecuzione dei contratti.[..] Come è noto, l’annebbiarsi dell’orizzonte del rischio ha indotto istituzioni finanziarie di primaria grandezza, a commettere valutazioni erronee di portata travolgente. La gestione della crisi ha infatti insegnato che il mercato finanziario è realmente globale e che la potenza – pure economica – di un singolo Stato, non sono sufficienti a dominarne gli istinti e le regole. Appare dunque evidente come, in un simile contesto, possa essere limitatamente esaustivo l’intervento della giustizia penale. Ciò non toglie che nei comportamenti specifici di alcuni intermediari finanziari possa effettivamente rinvenirsi l’intenzione della truffa che, conseguentemente, all’effettiva impossibilità di dominare le variabili di un mercato finanziario globale, si sommi la propensione a trarre illecito profitto dall’aver indotto i risparmiatori ad investimenti inappropriati. La legislazione italiana, alla stregua di quella europea, insiste sulla necessità che il cliente venga esaurientemente informato e che gli investimenti cui viene indotto siano coerenti con il suo consueto profilo di rischio”.

dell'operazione contrattuale, con l'inserimento della corrispondente partita di debito nel conto del cliente. La truffa contrattuale si sarebbe quindi consumata al momento della scadenza dei contratti di swaps, con la contabilizzazione nel conto corrente dei singoli clienti delle perdite e con il corrispondente vantaggio per l'istituto di credito³³⁹.

³³⁹ Cfr. Uff. Indagini preliminari Milano, 27.01.2010, in *Foro ambrosiano* 2009, 4, 422, secondo cui *"nell'ambito di un rapporto creditizio, la condotta del debitore che alteri il calcolo del rischio assunto dall'istituto di credito (prospettando garanzie patrimoniali insussistenti o, addirittura, producendo garanzie patrimoniali false) può essere punita ai sensi dell'art. 640 c.p. quale truffa contrattuale, in quanto, in tale delitto, l'inganno può avere ad oggetto anche le prospettive di una prestazione futura (quale la restituzione del capitale e degli interessi) e l'entità del rischio che il soggetto si addossa con un contratto in virtù del quale la prestazione della controparte sia differita"*; Cass. pen., 11.07.2008, n.31044, in CED Cassazione, 2008, secondo cui *"Il delitto di truffa, nella forma cosiddetto contrattuale, si consuma non al momento in cui il soggetto passivo, per effetto degli artifici o raggiri, assume l'obbligazione della dazione di un bene economico, ma al momento in cui si realizza il conseguimento del bene da parte dell'agente con la conseguente perdita dello stesso da parte della persona offesa. (La Corte ha precisato che, ove il bene sia corrisposto in più ratei, il reato si consuma con l'ultimo atto di erogazione)"*; confroti Cass. pen. Sez. II, 13.04.2011, n. 20025, in CED Cassazione, 2011; Cass. pen. Sez. V, 29.01.2009, n. 14905 in CED Cassazione, 2009 per la quale *"la truffa contrattuale si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l'obbligazione della dazione di un bene economico, bensì nel momento in cui si verifica l'effettivo conseguimento del bene da parte del soggetto agente e la definitiva perdita dello stesso da parte della vittima"*; Cass. pen. Sez. II Sent., 24.04.2007, n. 26256 in CED Cassazione, 2007;

Cass.13.01.2006, n.7193, in CED Cassazione, 2006, secondo cui *"in tema di truffa contrattuale, l'ingiusto profitto, con correlativo danno del soggetto passivo, consiste essenzialmente nel fatto costituito dalla stipulazione del contratto, indipendentemente o meno dallo squilibrio oggettivo delle rispettive prestazioni, sicché la sussistenza dell'aggravante del danno patrimoniale di rilevante gravità (art. 61, comma primo, n. 7 cod. pen.) deve essere valutata con esclusivo riguardo al valore economico del contratto in sé, al momento della sua stipulazione, e non con riguardo all'entità del danno risarcibile, che può differire rispetto al valore, in ragione dell'incidenza di svariati fattori concomitanti o successivi, tra cui la decisione del "deceptus" di agire o meno in sede civile per l'annullamento del contratto"*; Cass. pen. Sez. II, 20-12-2005, n. 3615 in CED Cassazione, 2005. Sulla stessa linea, v. anche Sez. un., 21 giugno 2000, n. 18, in CED Cassazione, 2000, secondo cui, poiché la truffa è reato istantaneo e di danno, che si perfeziona nel momento in cui alla realizzazione della condotta tipica da parte dell'autore abbia fatto seguito la deminutio patrimonii del soggetto passivo, nell'ipotesi di truffa contrattuale il reato si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l'obbligazione della datio di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l'effettivo conseguimento del bene da parte dell'agente e la definitiva perdita dello stesso da parte del raggirato; Cass. pen., sez. VI, 7.11.1991, n. 470, in CED Cassazione, 1991, in cui si afferma che l'elemento soggettivo del delitto di truffa è costituito dal dolo generico, diretto od indiretto, avente ad oggetto gli elementi costitutivi del reato – quali l'inganno, il profitto, il danno –, anche se preveduti dall'agente come conseguenze possibili, anziché certe della propria condotta, e tuttavia accettato nel loro verificarsi, con conseguente assunzione del relativo rischio; per cui è priva

Sullo stesso argomento, la Corte di cassazione è intervenuta di nuovo³⁴⁰, questa volta, in sede di ricorso avverso un' ordinanza del Tribunale del riesame di Messina che aveva accolto la richiesta di riesame presentata nell'interesse di un Istituto bancario avverso il decreto di sequestro preventivo emesso a norma del D.Lgs. n. 231 del 2001, art. 53 quale provento di somme in via di accusa fraudolentemente ricavate da operazioni finanziarie mediante derivati finalizzate alla ristrutturazione dell'indebitamento dei Comuni di Messina e di Taormina e contratte con i Comuni medesimi.

di rilevanza la specifica finalità del comportamento od il motivo che ha spinto l'agente a realizzare l'inganno.

³⁴⁰ Cass. pen., II sez., 21.12.2011, n.47421, in www.dirittobancario.it. Conforme Cass.pen, II sez., 28.06.2012, n.25516, in www.dirittobancario.it avente ad oggetto un caso analogo: ricorso avverso ordinanza del Tribunale del Riesame che aveva accolto la richiesta di riesame presentata dalla banca contro il decreto di sequestro preventivo emesso nei confronti dell'istituto di credito in merito ad una vicenda in contratti derivati swap, di cui, le somme sequestrate, avrebbero rappresentato l'ingiusto profitto. Sull'argomento, è interessante richiamare una recente ordinanza di merito che si pone sulla scia dello stesso orientamento di legittimità, relativa ad una vicenda che trae origine dalla sottoscrizione da parte del Comune di Ortona, con un istituto bancario di numerosi contratti di finanzia derivata, nell'arco temporale 2001-2006, molti dei quali sarebbero stati stipulati previa induzione in errore l'amministrazione comunale ad opera del funzionario, cosicché l'istituto di credito avrebbe percepito un ingiusto profitto. Secondo il Trib.Terni, sez. pen., (ord.) 8.02.2012, in *I Contratti*, 2012, 5, 349 con nota di RUGGI-SETTANNI, <<Upfront e Mark to market nelle operazioni in derivati>>: "per accertare se una determinata operazione finanziaria rappresenti o meno un vantaggio o un danno per l'ente contraente occorre procedere ad una disamina a posteriori allorché cioè il contratto abbia raggiunto la sua naturale scadenza atteso che, prima di tale momento, sono previsti meccanismi di aggiustamento destinati proprio ad operare un bilanciamento tra le posizioni dei contraenti[...]. Né può sostenersi che asseriti costi impliciti a carico del cliente (rectius del Comune) siano ravvisabili, come pur si afferma nel provvedimento impugnato, nel valore negativo del mark to market al momento della sottoscrizione dei contratti: come correttamente osservato dalla difesa, questo dato non esprime un valore reale ma di mera proiezione in termini di attualizzazione dei costi sostenuti dall'istituto di credito per l'operazione di finanzia derivata intrapresa ed a questo dovuti esclusivamente nel caso in cui il rapporto venga interrotto prima della sua naturale scadenza; al pari di una clausola penale, tale importo si presenta come un costo ulteriore ed eventuale (senza per questo essere occulto), connesso all'esercizio della facoltà di anticipata risoluzione del contratto che, come tale, non potrà mai avere un valore positivo durante il periodo di vigenza del contratto stesso; altrimenti, in caso di risoluzione anticipata gratuita, rimarrebbero a carico della banca sia i costi d'impresa che l'importo dell'up front eventualmente erogato cosicché operazioni del genere sarebbero certamente svantaggiose per la banca che mai addiverrebbe alla loro stipula".

In particolare, i giudici del riesame, dopo una diffusa analisi del concreto sviluppo dei rapporti contrattuali e della struttura degli strumenti finanziari coinvolti nelle varie operazioni, avevano nella sostanza escluso la sussistenza di profili di danno, da un lato, e di ingiusto profitto, dall'altro, attraverso una disamina critica, in particolare, delle valutazioni effettuate dal consulente dell'accusa, e delle restanti emergenze acquisite.

La Corte di cassazione ha dichiarato inammissibili i ricorsi presentati dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Messina, nonché dai Comuni di Messina e Taormina. Al di là delle motivazioni prettamente processuali, che in questa sede non interessano, ci pare importante evidenziare alcuni aspetti della sentenza che sotto alcuni profili, si pone in aperto contrasto con l'orientamento giurisprudenziale prevalente.

Orbene, si legge nella pronuncia che *“trattandosi, infatti, nella specie, di contratti aleatori ed avendo la contestazione evocato la categoria della cosiddetta truffa contrattuale, occorre qui ribadire che poichè la truffa è reato istantaneo che si perfeziona nel momento in cui alla realizzazione della condotta tipica da parte dell'autore abbia fatto seguito la deminutio patrimonii del soggetto passivo, nell'ipotesi di truffa contrattuale il reato si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l'obbligazione della datio di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l'effettivo conseguimento del bene da parte dell'agente e la definitiva perdita dello stesso*

da parte del raggirato. Principio, questo, dal quale si è tratto come corollario che, qualora l'oggetto materiale del reato sia costituito da titoli di credito, il momento della sua consumazione è quello della acquisizione da parte dell'autore del reato, della relativa valuta, attraverso la loro riscossione o utilizzazione, poichè solo per mezzo di queste si concreta il vantaggio patrimoniale dell'agente e nel contempo diviene definitiva la potenziale lesione del patrimonio della persona offesa...[..]. A proposito, poi, del mark to market, su cui il ricorrente pubblico ministero fonda le proprie censure, va rilevato che, a fronte dell'assunto accusatorio secondo il quale esso rappresenterebbe il "valore del contratto ad una certa data ed è pari al valore attuale dei differenziali che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura", resta il dato incontrovertibile che, come correttamente dedotto tanto dalla difesa della banca che dai giudici a quibus, il relativo dato non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del mark to market, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell'ambito dei relativi parametri di determinazione anche l'up to front erogato e l'utile per la banca. Dunque, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un vantaggio o un danno per l'Ente contraente, occorre procedere ad una disamina a posteriori, allorchè, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza, visto che, tra l'altro, prima di tale evento sono previsti meccanismi di aggiustamento. Principio, questo, dal quale si è tratto come corollario che, qualora l'oggetto materiale del reato sia

costituito da titoli di credito, il momento della sua consumazione è quello della acquisizione da parte dell'autore del reato, della relativa valuta, attraverso la loro riscossione o utilizzazione, poichè solo per mezzo di queste si concreta il vantaggio patrimoniale dell'agente e nel contempo diviene definitiva la potenziale lesione del patrimonio della persona offesa".

Il contrasto è evidente, se si richiama la Deliberazione n. 596 del 26.10.2007³⁴¹ della Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia della Corte dei Conti, la quale ha assunto un approccio interpretativo ben diverso da quello degli ermellini, affermando come: *"in relazione al requisito della "riduzione del costo finale del debito" occorre ancora precisare che l'effetto del derivato (sia lo swap su tassi di cambio, che è obbligatorio, che lo swap da tasso di interesse da variabile a fisso, o viceversa, o l'acquisto di un opzione nei limiti nei quali è consentita) potrebbe risolversi per l'ente in un onere complessivo finale più elevato rispetto a quello che si sarebbe avuto se non si fosse conclusa l'operazione finanziaria. Conseguentemente, al riguardo, è fondamentale stabilire se il giudizio di merito sull'operazione debba essere dato con una valutazione ex post, vale a dire che utilizzi quale parametro l'effettivo esito dell'operazione, ovvero con una valutazione ex ante, che assuma quale punto di riferimento non l'effettivo esito dell'operazione, ma quello prevedibile al momento della conclusione, in relazione alle circostanze conosciute o conoscibili da chi ha stipulato il contratto. A seconda della prospettiva scelta l'acquisto di derivati di "copertura" può rientrare o meno nel concetto di*

³⁴¹ Reperibile in www.corteconti.it

*“riduzione del costo finale del debito”, intesa come riduzione meramente eventuale in relazione a possibili, ma incerte, variazioni dei mercati finanziari, che, per l'appunto, il derivato può proporsi di neutralizzare, stabilizzando il debito. Ferma restando ogni perplessità in ordine alla natura del contratto che, considerata la durata, è caratterizzato dalla elevata aleatorietà dell'evoluzione dei tassi d'interesse, è evidente che se il legislatore ammette che possa essere concluso dagli enti territoriali, **la valutazione sulla convenienza economica non può che svolgersi ex ante**, vale a dire in relazione al momento della conclusione del contratto”.*³⁴²

La stessa magistratura civile, in una sentenza oggetto di precedente disamina, si è espressa in modo nettamente contrastante, affermando che *“sono nulli per difetto di causa in concreto i contratti swap sottoscritti da enti pubblici che alla data di sottoscrizione presentino mark to market negativo (c.d. swap non par) ove l'equilibrio sinallagmatico non sia ripristinato mediante erogazione di un premio corrispondente in sede di sottoscrizione del derivato”, ritenendo che: “il mtm negativo alla sottoscrizione dei contratti, tanto più se non esplicitato, attribuisce ai contratti swap una funzione speculativa in contrasto con la tipologia di contratti derivati rimessi alla possibile stipulazione da parte degli Enti Locali dall'art. 41 co. 1 L. 448/2001 e dall'art. 3 DM 389/2003”*³⁴³.

³⁴² ZAMAGNI, ACCIARI, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in www.diritto bancario.it del 12.4.2012.

³⁴³ Tribunale Milano, 14 aprile 2011 cit., vedi paragrafo 4.2.2., nota 265)

Dalla lettura delle due sentenze, in termini generali, si osserva che il reato di truffa, nella specie di truffa contrattuale, si configura quando il “*dolus in contrahendo*” si manifesta attraverso **artifici o raggiri** che, intervenendo nella formazione del negozio, inducono la controparte a prestare il proprio consenso, ovvero quando sussiste un rapporto immediato di causa ad effetto tra il mezzo o l’espedito fraudolentemente usato dall’agente ed il consenso ottenuto dal soggetto passivo, sì che questo risulta viziato nella sua libera determinazione³⁴⁴.

³⁴⁴ La c.d. truffa contrattuale ricorre quando, con artifici e raggiri, si ottiene la stipulazione di un contratto che l'altra parte non avrebbe altrimenti concluso (in argomento BICO, GUZZONI, *La truffa contrattuale*, Torino, 2003, 42). Il problema è rappresentato dal fatto che spesso il soggetto tratto in inganno, pur ottenendo un bene che non gli offre alcuna utilità personale, acquista lo stesso al giusto valore di mercato; pertanto da un punto di vista oggettivo il suo patrimonio non può dirsi diminuito. La sussistenza del danno può essere percepita solo ponendosi nella prospettiva del *deceptus* (in argomento v. SPAGNOLO, *Un nuovo caso di pretesa «omnicomprensività» della fattispecie di truffa*, in RIDPP, 1982, 1639; cfr. anche HEINITZ, *Il danno patrimoniale nella truffa*, in AP, 1953, I, 357). È evidente allora il processo di subiettivizzazione del danno connessa alla configurabilità della truffa in queste ipotesi (cfr. SAMMARCO, *La truffa contrattuale*, 42). E difatti, la dottrina è costretta ad ammettere che il danno vada valutato anche in base alla posizione individuale di chi lo subisce (così LA CUTE, 266). Anche la Suprema Corte ed i giudici di merito sono stati più volte chiamati ad affrontare il problema. Anche il silenzio serbato su determinati fatti e circostanze può rilevare ai fini della configurabilità del reato di truffa, in quanto esemplificativo degli artifici e dei raggiri integranti il delitto in questione, a nulla rilevando che essi siano conoscibili dalla p.o. con l'uso dell'ordinaria diligenza. Tuttavia, ai fini dell'emissione di una sentenza di colpevolezza nei riguardi dell'imputato che ponga in essere la **truffa** sottacendo taluni aspetti rilevanti alla controparte **contrattuale**, è necessario che la fattispecie del c.d. raggio omissivo, risulti pienamente provata. La condotta di induzione in errore deve essere caratterizzata da artifici e raggiri (c.d. note modali della condotta). Per artifici si intende qualunque manipolazione o trasfigurazione della realtà esterna, atta a trarre in inganno. I raggiri consistono, invece, in qualunque «avvolgimento subdolo dell'altrui psiche» con parole od argomentazioni. La distinzione tra le due modalità della condotta fraudolenta viene solitamente individuata nel fatto che gli artifici, a differenza dei raggiri, non consistono in una diretta attività di persuasione del soggetto passivo, ma si traducono in una messa in scena che necessita della creazione di una falsa apparenza materiale. Invero, potendo la condotta integrare alternativamente artifici o raggiri, ovvero presentare cumulativamente entrambi, il problema della loro distinzione appare eminentemente scolastico. Sull'argomento v. MANTOVANI, *Diritto penale, Delitti contro il patrimonio*, op.cit., Padova, 2009, 189; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, parte speciale*, I, op.cit., Milano, 2009, 440; FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale, parte speciale*, II, op.cit., Bologna, 2009, 425; MARINUCCI-DOLCINI, *Manuale di diritto penale*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 382; FANELLI, *La truffa*, Milano, 2009, 105 ss; BICO, GUZZONI,

La truffa contrattuale, op. cit., Torino, 2003; LUCARELLI, *La truffa*, Padova, 2002; FORLENZA, *Confisca obbligatoria in caso di condanna definitiva*, op. cit., in *Guida dir.*, 2000, . 42, 53; MARINI, *Truffa*, in *Digesto pen.*, XIV, Torino, 1999, 353; SAMMARCO, *Truffa*, in *EG*, XXXII, Roma, 1994; LA CUTE, *Truffa (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, op.cit., XLV, Milano, 1992; SAMMARCO, *La truffa contrattuale*, Milano, 1988; MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, IX, Torino, 1986. Con riferimento alla contrattazione in tema di derivati si segnala MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 288 ss. Gli A. osservano come nel caso del Comune di Milano "valgono, gli ordinari canoni interpretativi del reato di truffa: non rilevanza di uno squilibrio tra i valori delle controprestazioni, ed individuazione degli elementi dell'ingiusto profitto e del danno altrui, nel vantaggio e nel pregiudizio derivanti dalla stipula del contratto, che, senza gli artifici e raggiri, non sarebbe stato concluso dalla parte offesa; la possibilità che la sola dolosa omissione, il silenzio maliziosamente serbato, o la dolosa dissimulazione da parte di uno dei contraenti, di circostanze rilevanti sulla conclusione del contratto, integri il reato. Tale condotta deve essere tale da poter stabilire che la mancata conoscenza del flusso informativo che si determina per controparte, in conseguenza dell'omissione o della dissimulazione, è tale che, se conosciuta, non avrebbe determinato la parte raggiunta alla conclusione del contratto; la possibilità che gli artifici e raggiri siano anche conseguenti alla conclusione del contratto ed alla fase esecutiva dello stesso. Nel caso di contratti derivati, ci troviamo in presenza di contratti intrinsecamente aleatori. È bene precisare, anche se appare ovvio, che nemmeno l'apprestamento di sofisticate tecniche di matematica finanziaria, può, né in concreto ha mai garantito il risultato di profitto di questi contratti per una od entrambe le parti del rapporto. Il limite delle condotte di induzione in errore, tramite artifici e/o raggiri, non può essere costituito, per il delitto di truffa contrattuale, né dalla conoscenza, in capo ad una delle parti del contratto, delle condizioni di inferiorità "culturale" di controparte, per quel che ri-guarda lo strumento finanziario, la sua strutturazione e complessità, né dall'aspettativa di profitto e dall'utilizzo in sé della maggior scienza di previsione sull'andamento futuro e sperato dell'evoluzione contrattuale. La condotta truffaldina rileva in senso commissivo, qualora vi sia la dolosa produzione e rappresentazione alla controparte di circostanze false ed artificiose, in modo da determinarla a stipulare. In senso omissivo quando il malizioso silenzio sia connesso ad obbligo di comunicazione delle circostanze stesse. Sorge allora la domanda se la mancata comunicazione dei **costi e/o commissioni implicite**, integri un elemento tipico della condotta materiale del reato di truffa...[.] ci sembra che, in linea teorica il principio della buona fede in sede precontrattuale e contrattuale, nonché gli oneri informativi che oggi sono fortemente tipizzati a carico degli intermediari, possano far concludere che la mancata esplicitazione delle commissioni implicite possa determinare uno degli elementi della condotta di truffa contrattuale". In giurisprudenza, ci pare interessante richiamare alcune significative pronunce di merito e legittimità sulla c.d. truffa contrattuale che confermano l'orientamento assunto dalla Procura di Milano nell'indagine sulla vendita dei derivati e che ha portato al rinvio a giudizio delle banche arrangers e di alcuni finziolari e dirigenti comunali: Trib. Trento, 20.05.2011 in www.studiolegaleleggiditalia.it per il quale "in tema di truffa contrattuale, l'elemento che imprime al fatto dell'inadempimento il carattere di reato è costituito dal dolo iniziale che, influenzando sulla volontà negoziale di uno dei due contraenti - determinandolo alla stipulazione del contratto in virtù di artifici e raggiri e, quindi, falsandone il processo volitivo - rivela nel contratto la sua intima natura di finalità ingannatoria"; Trib. Napoli, 21.04.2010, in www.studiolegaleleggiditalia.it per il quale "nella truffa contrattuale, l'elemento che imprime al fatto dell'inadempimento il carattere del reato è costituito dal dolo iniziale, quello cioè che, influenzando sulla volontà negoziale di uno dei contraenti, rivela nel contratto la sua intima natura di finalità ingannatoria. È configurabile il reato di truffa quando il dolus in contrahendo si manifesta attraverso artifici o raggiri che intervenendo nella formazione del negozio, inducono la controparte a prestare il proprio consenso e cioè, quando sussiste un rapporto immediato di causa ed effetto tra il mezzo o l'espedito fraudolento usato dall'agente e il consenso ottenuto dal soggetto passivo, sì che questo risulta viziato nella sua iterata determinazione"; Trib. Trani, 21.04.2009, in studiolegaleleggiditalia.it per il quale "in materia di truffa contrattuale, anche il silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere giuridico di farle conoscere integra l'elemento oggettivo ai fini della configurabilità del reato di truffa: si tratta, infatti,

Ricorrono, quindi, gli elementi della truffa contrattuale tutte le volte in cui uno dei contraenti pone in essere artifici o raggiri diretti a tacere o a

*di un raggiro idoneo a determinare il soggetto passivo a prestare un consenso che altrimenti non avrebbe dato”; Trib. Rimini, 19.06.2008, in studiodilegaleggiditalia.it, per il quale “in tema di truffa contrattuale il semplice silenzio può integrare l'elemento materiale della truffa a condizione che sull'agente gravi il dovere di far conoscere la verità. La fonte del dovere di informazione, in tali frangenti, può discendere anche da una norma extra penale come l'art. 1337 c.c. che impone alle parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, l'obbligo di comportarsi secondo buona fede”. Per la Corte di legittimità v. Cass.pen. sez. 13.06.2012, in *Diritto & Giustizia* 2012, 27 luglio secondo la quale “in tema di truffa contrattuale, anche il silenzio, maliziosamente serbato su alcune circostanze rilevanti sotto il profilo sinallagmatico da parte di colui che abbia il dovere di farle conoscere, integra l'elemento oggettivo del raggiro, idoneo a determinare il soggetto passivo a prestare un consenso che altrimenti avrebbe negato; ai fini della sussistenza del reato, l'idoneità dell'artificio e del raggiro deve essere valutata in concreto, ossia con riferimento diretto alla particolare situazione in cui è avvenuto il fatto ed alle modalità esecutive dello stesso, tale idoneità non è perciò esclusa dall'esistenza di preventivi controlli, né dalla scarsa diligenza della persona offesa nell'eseguirli, quando, in concreto, esista un artificio o un raggiro posto in essere dall'agente e si accerti che tra di esso e l'errore in cui la parte offesa è caduta sussista un preciso nesso di causalità (nella specie, la Corte ha ritenuto penalmente responsabile la parte che aveva falsamente rappresentato di avere la piena proprietà di un immobile oggetto di un preliminare di compravendita e che aveva incassato la relativa caparra, avendo posto in essere artifici e raggiri idonei a far cadere in errore la vittima che altrimenti non avrebbe prestato il suo consenso, essendo irrilevante che la proprietà fosse stata poi acquisita in epoca posteriore a quella del commesso reato);” Cass. pen., 13.04.2011, n.20025, in CED Cassazione, 2011, per la quale “il delitto di truffa, nella forma cosiddetta contrattuale, è reato istantaneo e di danno la cui consumazione coincide con la perdita definitiva del bene, in cui si sostanzia il danno del raggirato ed il conseguimento dell'ingiusto profitto da parte dell'agente. (Nella specie la S.C. ha rigettato il ricorso contro la sentenza che aveva ritenuto consumato il delitto di truffa, consistito nell'induzione in errore di soci di minoranza di una s.p.a alla vendita a prezzo vile delle azioni, nel momento della vendita medesima, considerando "post factum" non punibile la successiva distribuzione di utili, accantonati nel bilancio societario come riserva)”; Cass. pen.14.10.2009, n.41717, in CED Cassazione, 2009 per la quale “gli artifici o i raggiri richiesti per la sussistenza del reato di truffa contrattuale possono consistere anche nel silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con ordinaria diligenza. (Fattispecie di tentata truffa in cui il venditore di un immobile aveva taciuto il fatto che il mutuo per l'acquisto dello stesso era stato stipulato da soggetto coinvolto in reato di corruzione con il rischio di possibile confisca per equivalente dell'immobile stesso); Cass. 13.08.2009, n. 33408, in Guida dir. 2009, f. 43, 59, secondo cui “è configurabile la truffa e non il mero inadempimento civile quando la pattuizione contrattuale è qualificata dal dolus in contrahendo, che si manifesta attraverso artifici e raggiri che, intervenendo nella formazione del negozio, inducono la controparte a prestare il proprio consenso: quando, cioè, sussiste un rapporto immediato di causa ed effetto tra il mezzo o l'espedito fraudolento usato dall'agente ed il consenso ottenuto dal soggetto passivo, sì che questo risulta viziato nella sua libera determinazione”; Cass. pen.11.07.2008, n.31044, in CED Cassazione 2008, per la quale “il delitto di truffa, nella forma cosiddetta contrattuale, si consuma non al momento in cui il soggetto passivo, per effetto degli artifici o raggiri, assume l'obbligazione della dazione di un bene economico, ma al momento in cui si realizza il conseguimento del bene da parte dell'agente con la conseguente perdita dello stesso da parte della persona offesa. (La Corte ha precisato che, ove il bene sia corrisposto in più ratei, il reato si consuma con l'ultimo atto di erogazione)”.*

dissimulare fatti o circostanze tali che, se conosciuti, avrebbero indotto la controparte ad astenersi dal concludere il contratto.

Nella vicenda milanese, che vede coinvolti oltre a vari dirigenti bancari anche due *ex managers* del Comune, è contestata altresì la violazione della normativa sulla responsabilità amministrativa degli enti (D.Lgs. n. 231/2001)³⁴⁵ poiché le banche non avrebbero adottato ed

³⁴⁵ Vasta è la letteratura sull'argomento, *ex multis*: FANTETTI, *La responsabilità degli organi delle società a partecipazione pubblica*, in *Resp. civ.*, 2012, 6, 459. L'A. osserva che "la disciplina della responsabilità da reato dell'ente prevede al contrario che quando il reato sia commesso da chi si trovi in una posizione apicale nella organizzazione dell'ente, sarà quest'ultimo a provare di avere efficacemente adottato ed attuato idonei modelli organizzativi e che il reato è stato commesso eludendo fraudolentemente tali modelli. Il sistema ha introdotto cioè una presunzione di responsabilità dell'ente quando il reato sia stato commesso dai vertici del medesimo. Differentemente quando l'illecito è stato commesso da chi sia sottoposto all'altrui direzione, l'onere della prova torna, secondo i principi generali, in capo all'accusa e deve essere quest'ultima a fornire la dimostrazione dell'inefficacia del modello o l'inosservanza degli obblighi di direzione o vigilanza che hanno reso possibile la commissione del reato. Si tratta di due regimi differenti in ordine ad un medesimo onere della prova in capo a distinti soggetti – in posizione apicale (amministratori: delegati/non delegati/di fatto, direttori generali) o soggetti all'altrui vigilanza (compresi i consulenti esterni, gli agenti ecc.) Si è auspicata l'eliminazione dell'inversione dell'onere della prova di modo che gravi sul pubblico ministero l'obbligo di provare la colpa organizzativa dell'ente, ovvero la inidoneità del modello a prevenire i reati che si siano verificati, e la mancata vigilanza sulla attuazione dello stesso da parte dell'organismo di vigilanza oltre che la commissione del reato da parte dei dipendenti senza avere eluso fraudolentemente il modello. Tale riforma dovrebbe comunque mirare a tutelare gli enti dal rischio di trattamenti giudiziari vessatori – già in fase cautelare – i cui effetti economici possono rivelarsi non recuperabili"; SANTUARI, PREVITALI, VENTURI, "D.lgs 231/2001: l'adozione del modello non basta", in *www.personaedanno.it* del 30.04.2012 (a cura di) CENDON, in cui gli A. osservano sulla scorta di alcune recenti direttive della Guardia di Finanza che "l'adozione del modello organizzativo non è sufficiente. Oltre alla formale approvazione da parte degli organi preposti occorre altresì attuare il modello adottato con misure efficienti. Le sanzioni potranno essere evitate se l'impresa ovvero la persona giuridica quindi dovrà dimostrare (provare) di aver attuato il modello organizzativo in modo efficace, con misure di gestione e controllo idonee a prevenire gli illeciti previsti dal decreto.[..]. La società e la persona giuridica potranno andare esenti da responsabilità qualora il procedimento avviato per verificare la commissione di uno o più reati previsti dal d. lgs. n. 231/2001 metta in luce il "sistema preventivo" adottato e implementato efficacemente da parte dell'ente o dalla società. Ma cosa si deve intendere per "efficace attuazione" del modello? Indubbiamente, per essere ritenuto tale, in termini generali, il modello organizzativo deve risultare: 1. adottato: la società e la persona giuridica debbono dimostrare di aver adottato il modello attraverso una specifica deliberazione dell'organo competente 2. concretamente applicato: si dovrà appurare che il modello sia applicabile allo specifico reato 3. aggiornato: il modello deve poter essere modificato e quindi reso adeguato in ragione delle modifiche organizzative e del contesto normativo nel frattempo intervenute; 4. oggetto di conoscenza: affinché il modello e, conseguentemente, le procedure in esso previste costituiscano oggetto di appositi corsi di formazione interni, volti a "condividere" le procedure e le regole approvate, in specie tra quanti risultino individuati quali posizioni apicali o comunque di responsabilità 5. vigilato: il modello

deve risultare adeguatamente verificato e monitorato da un organismo di vigilanza ad hoc nominato"; PIZZOTTI, *La responsabilità civile diretta dell'ente per la violazione del d.lgs 8 giugno 2001, n.231*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 09, 1907; INSOLERA, *La criminalità politico-amministrativa*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2011, 02, 584; LUCHENA, *Codice etico e modelli organizzativo-sanzionatori nel d.lg. n. 231/01: legittimità ed efficacia*, in *Giur. comm.* 2011, I fasc. 2, 245; FLICK, *Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia*, in *Riv. dir. Soc.*, 2011, 01,42; CIPOLLA, *Il d.lg. n.231 del 2001 nella prassi giurisprudenziale, a dieci anni dall'entrata in vigore*, in *Giur. merito*, 2011, 06,1468. LEL, *Sulla responsabilità degli enti per i reati commessi da loro esponenti in posizione apicale* (nota a Cass., sez. VI pen., 9 luglio 2009 (ud.); 17 settembre 2009 (dep.) n. 36083), in *Cass. pen.* 2010 fasc. 5, 1941; FLICK, *Le prospettive di modifica del D.lgs n.231/2001, in materia di responsabilità amministrativa degli enti: un rimedio peggiore del male?* in *Cass.pen.*, 2010,11, 4032. L'A. osserva come " il vero grande nodo è un altro, e tocca alla base il meccanismo delineato. È realmente possibile "automatizzare" il giudizio di idoneità dei modelli? Si tratta, in definitiva - nell'architettura della legge - di un giudizio di colpevolezza (o, quantomeno, di una sua componente), che fonda la valutazione di "rimproverabilità" dell'ente in rapporto al reato commesso. Ma si può sottrarre al giudice il giudizio sulla colpa penale, per affidarlo, con effetti preclusivi, ad un soggetto privato (sia pure qualificato e sottoposto a controllo pubblico)? Il sistema dei modelli di comportamento presenta, in effetti, un aspetto critico di fondo: e, cioè, che le regole cautelari le crea - o comunque le sceglie - lo stesso imprenditore chiamato ad osservarle. Questo "vizio" è attenuato perché è il giudice a valutare l'idoneità delle regole: e lo fa verificando la riconducibilità del fatto concreto - denso delle sue note di storicità - allo spettro cautelare della norma. È possibile - senza svuotare dal di dentro il sistema - "privatizzare", oltre alle regole, anche il giudizio sulla loro efficacia? E ciò a mezzo di una valutazione a carattere preventivo e astratto, piuttosto che tramite il confronto concreto tra le note del fatto storico e il modello comportamentale? S'intende, d'altro canto, come le perplessità sul punto risultino accresciute dalla rimarcata eterogeneità del catalogo dei reati-presupposto. Già configurabili in rapporto ai reati espressivi della criminalità d'impresa, i dubbi circa la possibilità di assegnare valore di presunzione legale assoluta alla certificazione di idoneità dei modelli divengono tanto più consistenti quando si discuta di reati caratteristici dell'impresa criminale: evenienza nella quale l'attendibilità della certificazione non sarebbe, in molti casi, verificabile in base a criteri oggettivi e tanto meno sulla base di una prassi consolidata. Con la conseguenza che l'accertamento dell'efficacia preventiva dei modelli rischierebbe di essere rimessa alla valutazione discrezionale di chi effettua la certificazione, senza la possibilità di operare controlli dall'esterno"; ARRIGONI, *Responsabilità "amministrativa" e società pubbliche*, in *Riv. amm. R. It.* 2009, I fasc. 9-10, 565; CATTADORI, *Aggiornamenti normativi alla responsabilità amministrativa (rectius penale) degli enti (d.lg. 231/01)*, in *Riv. pen.* 2009 fasc. 11, 1199; BEVILACQUA, *Prima sentenza di condanna di una società a seguito di giudizio ordinario ai sensi del d.lg. 231/2001* (nota a Trib. Milano, sez. X, 20 marzo 2007), in *Giur. comm.* 2009, II fasc. 3, 506; PISANI, *Controlli societari e responsabilità da reato degli enti*, in *Banca borsa tit. cred.* 2008, I fasc. 1, 100; PRESUTTI, BERNASCONI, FIORIO, *La responsabilità degli enti*, *Commento per articolo al D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231*, Padova, 2008; 2ss; BANA, *Linee guida sull'adozione del modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del d.lg. n. 231/2001*, in *Riv. pen.* 2008 fasc. 1, 15; BERNASCONI, *Responsabilità amministrativa degli enti (profili sostanziali e processuali)*, in *Enc. dir., Annali*, II, 2, 2008, 957; BARTOLOMUCCI, *Modelli organizzativi obbligatori ed auto-validati: evoluzione eteronoma del D.Lgs. n. 231/2001*, in *Le Società*, 2008, 4, 407; ROSSI, *La responsabilità degli enti (d.lg. n. 231/2001). I soggetti responsabili. I modelli organizzativi*, in *Giur. piemontese* 2008 fasc. 1, 1; LUNGHINI, *Modelli organizzativi 231: linee-guida Abi*, in *Dir. e prat. soc.* 2008 fasc. 23, 6; PULLANO, BRUNO, *Strumenti idonei a prevenire la responsabilità d'impresa: il ruolo del controllo nel modello organizzativo ex D. Lgs. n. 231/2001*, in *Controllo società enti* 2008 fasc. 4-5, 427; AMATO, *Finalità, applicazione e prospettive della responsabilità amministrativa degli enti*, in *Cass. pen.* 2007 fasc. 1, 346; MORA, *Profili civilistici della responsabilità dell'ente dipendente da reato e vicende modificative dell'ente*, in *Resp. civ. e prev.* 2007 fasc. 7-8, 1493; CERQUA, *Profili generali della responsabilità degli enti dipendente da reato*, in *Corriere del merito* 2007 fasc. 8-9, 977; CAPECCHI, *La responsabilità amministrativa degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato: note di inquadramento sistematico e problematiche operative*, in *Dir. comm. internaz.* 2006

fasc. 1, 97; AMARELLI, *Profili pratici della questione sulla natura giuridica della responsabilità degli enti*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2006 fasc. 1, 151; AMELIA, *Requisiti oggettivi della responsabilità degli enti dipendente da reato* (nota a Cass., sez. II pen., 20 dicembre 2005 (ud.)), 30 gennaio 2006 (dep.) n. 3615), in *Dir. e prat. soc.* 2006 fasc. 8, 64; GUERRINI, *La responsabilità da reato degli enti. Sanzioni e loro natura*, Milano, Giuffrè, 2006, 2 ss.; BEVILACQUA, *I presupposti della responsabilità da reato degli enti*, in MONESI (a cura di), *I modelli organizzativi ex d. lgs. 231/2001, Etica d'impresa e punibilità degli enti*, Milano, Giuffrè, 2005, 122 ss.; COCCO, *L'illecito degli enti dipendente da reato e il ruolo dei modelli di prevenzione*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2004, 01, 90; PULITANO, *La responsabilità « da reato » degli enti: i criteri di imputazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, 415; ROMANO, *La responsabilità amministrativa degli enti, società o associazioni: profili generali*, in *Riv. soc.*, 2002, 393; RORDORF, *Prime (e sparse) riflessioni sulla responsabilità amministrativa degli enti collettivi per reati commessi nel loro interesse o a loro vantaggio*, in AA.VV., *La responsabilità amministrativa degli enti*, Milano, Ipsoa, 2002, 5; DE VERO, *Struttura e natura giuridica dell'illecito di ente collettivo dipendente da reato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2001, 1158; PALIERO, *Il d. lgs. 8 giugno 2001, n. 231: da ora in poi, societas delinquere (et puniri) potest*, in *Corr. giur.*, 2001, n. 7, 845. Vedasi anche Circolare "Responsabilità amministrativa degli enti dipendenti da reato", della Guardia di Finanza del 19.03.2012, n.83607 reperibile sul sito www.dirittobancario.it in cui sono citati numerosi precedenti giurisprudenziali. In giurisprudenza, a titolo meramente esemplificativo, si segnalano alcuni significativi precedenti Ufficio Indagini preliminari Milano, 03.11.2010, in *Foro ambrosiano* 2010, 4, 478, per il quale "la circostanza che l'amministratore delegato e alcuni membri del management di una banca, imputati anche per associazione a delinquere, si siano avvalsi del ruolo funzionale svolto all'interno della compagine societaria per porre in essere appropriazioni indebite ai danni della banca (imputata ai sensi del d.lg. 231/01), non determina l'insussistenza dell'interesse e del vantaggio dell'ente alla commissione dei delitti di false comunicazioni sociali, di manipolazione del mercato e di ostacolo alle funzioni di vigilanza". Di particolare interesse sono alcuni "decisum" della Suprema Corte: Cass. pen., 17.06.2010, in *Guida al diritto*, 2010, 46,98, per la quale "nel sistema del d.l. 8 giugno 2001 n. 231, il termine di profitto del reato oggetto della confisca ex art. 19 si identifica con il "complesso dei vantaggi economici tratti dall'illecito e a questo strettamente pertinenti", ricomprendendosi in questa nozione quanto complessivamente percepito dall'ente, quale "conseguenza economica immediata", in seguito alla consumazione del reato, ma prescindendo, al riguardo, da qualunque raffronto tra profitto lordo e profitto netto. Peraltro, acquisito che la confisca del profitto del reato deve riguardare ogni vantaggio derivato dalla commissione del reato, deve distinguersi, per una corretta valutazione della nozione di profitto, tra attività totalmente illecita e attività lecita di impresa nel cui ambito occasionalmente e strumentalmente viene consumato il reato. Al riguardo, quindi, per l'individuazione del profitto assoggettabile a confisca, occorre differenziare tra il cosiddetto reato contratto, in cui l'illecito si realizza unicamente con la stipula del contratto, e il cosiddetto reato in contratto, ove il comportamento penalmente rilevante non si perfeziona con la stipula, ma incide solo sulla fase di formazione o di esecuzione del contratto. Infatti, mentre nel primo caso il profitto costituisce immediata e diretta conseguenza del contratto e, di conseguenza, sarà assoggettato a confisca; nell'altro caso non può non considerarsi che dal contratto possono derivare conseguenze del tutto lecite, sicché il corrispondente profitto tratto dall'agente non è sempre ricollegabile direttamente alla condotta sanzionata penalmente, dovendosi, per l'effetto, escludere dal profitto confiscabile l'incremento economico determinato dalla prestazione lecita eseguita in favore della controparte nel corso del rapporto contrattuale, non confiscabile in quanto appunto estraneo all'attività criminosa; Cass. pen., 18.2.2010, n.277235, in *Guida al diritto*, 2010, 39,98, per cui "il d.lg. 8 giugno 2001 n. 231, in tema di responsabilità da reato degli enti, prevedendo un'autonoma responsabilità amministrativa dell'ente in caso di commissione, nel suo interesse o a suo vantaggio, di uno dei reati "presupposti" tassativamente indicati da parte di un soggetto che abbia agito in nome e per conto dell'ente, si basa sull'assunto che il reato "è fatto della società, di cui essa deve rispondere": la persona fisica che, nell'ambito delle proprie competenze societarie, agisce nell'interesse o a vantaggio dell'ente, opera, quindi, come organo e non come soggetto distinto rispetto all'ente; né la degenerazione di tale attività in illecito penale è di ostacolo all'immedesimazione. L'ente, quindi, risponde per fatto proprio,

efficacemente attuato, prima della commissione dei fatti contestati, modelli organizzativi idonei a prevenire il reato ipotizzato.

senza alcuna violazione del principio costituzionale del divieto di responsabilità penale per fatto altrui (art. 27 cost.). Né, in proposito, si costruisce alcuna inammissibile ipotesi di responsabilità oggettiva, perché il sistema prevede la necessità che sussista la cosiddetta colpa di organizzazione dell'ente, basata sul non aver predisposto un insieme di accorgimenti preventivi idonei a evitare la commissione di uno dei reati presupposti: è il riscontro di tale deficit organizzativo che, quindi, consente l'imputazione all'ente dell'illecito penale realizzato nel suo ambito operativo. A tal proposito, grava certamente sull'accusa l'onere di dimostrare l'esistenza e l'accertamento dell'illecito penale presupposto in capo alla persona fisica inserita nella compagine organizzativa dell'ente e che questa abbia agito nell'interesse o a vantaggio dell'ente stesso. Per converso, è onere dell'ente di provare, per contrastare gli elementi di accusa a suo carico, le condizioni liberatorie di segno contrario di cui all'art. 6 d.lg. n. 231 del 2001. Per l'effetto, non si realizza neppure alcuna violazione dei principi costituzionali relativi al principio di eguaglianza e all'esercizio del diritto di difesa (art. 3 e 24 cost.), perché non si determina alcuna inaccettabile inversione dell'onere della prova nella disciplina che regola la responsabilità dell'ente: grava comunque sull'accusa l'onere di dimostrare la commissione del reato da parte di persona che rivesta una delle qualità di cui all'art. 5 del decreto n. 231 del 2001 e la carente regolamentazione interna dell'ente, mentre quest'ultimo ha ampia facoltà di fornire prova liberatoria”; Ufficio Indagini preliminari Milano, 08.01.2010, in Foro ambrosiano 2010, 3, 350, per il quale “ il giudizio sulla responsabilità di una persona giuridica ai sensi del d.lg. 231/2001 non può prescindere da una verifica in concreto dell'efficacia del modello di organizzazione e gestione adottato dall'impresa sotto inchiesta poiché diversamente si sconfinerebbe in un'ipotesi di responsabilità oggettiva sorgente per il solo fatto della commissione di un reato presupposto da parte dei vertici di una società rendendo inattuabile la causa di esenzione di responsabilità prevista dall'articolo 6 del predetto decreto”; Corte dei Conti, 23.11.2009, in Riv. corte conti, 2009, 6, 122, secondo cui “la responsabilità per l'illecito produttivo di danno erariale commesso dall'amministratore di una società di capitali, ancorché questi abbia agito con dolo e per interessi suoi personali, si estende alla stessa società, salvo che quest'ultima provi di aver adottato ed efficacemente attuato modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire illeciti della stessa specie”; Trib. Milano, 13.02.2008, in Riv. dott.comm., 2008, 6, 1265, secondo cui “l'amministratore delegato e presidente del C.d.A. è tenuto al risarcimento della sanzione amministrativa di cui all'art. 10 d.lg. n. 231/2001, nell'ipotesi di condanna dell'ente a seguito di reato, qualora non abbia adottato o non abbia proposto di adottare un modello organizzativo”; Trib. Milano, (ord.) 20.09.2004, in De Jure- Giuffrè, secondo cui “nell'ipotesi di una pluralità di società operanti sotto la direzione unificante di una società capogruppo o holding, le società controllate rispondono amministrativamente per i reati commessi da un soggetto in posizione apicale nella società controllante nel caso in cui la capogruppo sia direttamente coinvolta nell'attività d'impresa delle partecipate e l'autore del reato abbia agito nell'interesse di queste ultime”.

3.1.- (Segue) Il sequestro preventivo penale ed il rinvio a giudizio delle Banche Arrangers

Nella richiesta di sequestro preventivo avanzata dalla Procura di Milano in danno delle Banche Arrangers si legge che i quattro istituti bancari avrebbero certificato falsamente, con loro comunicazioni del 3, 23 e 24 giugno 2005, la sussistenza delle condizioni, previste dall'art. 41 c. II L. 28 dicembre 2001 n. 488, di convenienza economica per l'Ente territoriale ai fini di un'emissione obbligazionaria per la ristrutturazione del debito comunale, in luogo della rinegoziazione dei mutui in essere ed in precedenza contratti, convenienza che ribadivano sussistere con ulteriore comunicazione in data 30 giugno 2005.

In particolare, non sarebbe stata considerata³⁴⁶, ai fini del calcolo della riduzione del valore finanziario delle passività totali, né l'esistenza di un pregresso contratto derivato; né, ai fini del calcolo della riduzione del valore finanziario delle passività totali, la somma costituente il

³⁴⁶ Nel testo della "Richiesta di sequestro preventivo penale", ex art 321 c.p.p. della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo nonché ordinanza di sequestro preventivo, ex art 321 c.p.p. disposta dal G.I.P. presso il Tribunale di Milano si legge *"dolosamente omettendo, in particolare, di prendere in considerazione, ai fini del calcolo della riduzione del valore finanziario delle passività totali, l'esistenza di un contratto derivato, stipulato in data 5 marzo 2002 con UniCredito Italiano S.p.A., connesso a mutui in essere per l'importo complessivo di € 739.202.761,78 estinto in un momento successivo con un'autonoma operazione, a seguito della quale l'Ente si vedeva gravato di una passività effettiva per la sua chiusura pari ad un costo di € 96.328.000,00, corrispondente al valore di mercato del derivato all'atto della sua liquidazione, regolato con il pagamento "cash" della somma di € 20.000.000,00, e rinegoziato per la rimanente parte nella misura di € 48.164.000,00 con le stesse banche Arranger, e nella misura di € 28.164.000,00, con Unicredit Banca d'Impresa, con costi aggiuntivi per il relativo rifinanziamento nella misura rispettivamente di € 12.591.526,00 ed € 2.040.000,00 dolosamente omettendo altresì di considerare, ai fini del calcolo della riduzione del valore finanziario delle passività totali, anche la somma di € 52.689.907,00, costituente il profitto realizzato complessivamente dalle controparti bancarie all'atto stesso della stipula dei negozi in appresso descritti e già deducibile dall'analisi della loro struttura, predisposta dalle stesse Banche espandendosi in tal modo le passività totali del Comune da portare all'esclusione delle condizioni di convenienza economica richieste dall'art. 41 sopra citato"*.

profitto realizzato complessivamente dalle controparti bancarie all'atto stesso della stipula dei contratti e già deducibile dall'analisi della loro struttura, predisposta dalle stesse banche.

Ed ancora i quattro istituti bancari, nella stipulazione del contratto, regolato dalla normativa inglese vigente, avrebbero **spogliato dolosamente** il Comune di Milano della tutela dovutagli in forza della qualificazione di "*intermediate customer*" che gli spettava, violando, in particolare, i doveri di legge circa le protezioni da assicurare ai clienti così classificati ³⁴⁷. Protezioni espressamente indicate dalle norme del

³⁴⁷ Sul punto ci pare interessante richiamare la deliberazione n.52 del 17.04.2008, cit. della Corte dei Conti, Sez. Giuris. per la Lombardia reperibile sul sito www.corteconti.it, in cui si esamina la struttura dell'operazione che è stata sottoposta all'giurisdizione inglese. Già nel 2008, la Corte dei conti sollevava non poche perplessità su tale scelta, scrivendo " *l'intero rapporto contrattuale è regolato dalla legge e dalla giurisdizione inglese. Oltre a possibili problemi di diritto internazionale privato, una simile clausola suscita perplessità in ordine alle ricadute che può avere sulla gestione finanziaria dell'ente. La previsione che l'intera operazione venga regolata dalla legge inglese implica una specifica conoscenza da parte dell'ente pubblico della legislazione e della giurisprudenza inglese in forza della quale possono essere fatti valere diritti e obblighi della parte contraente, e addirittura, essere interpretato il contenuto delle clausole contenute nel regolamento contrattuale ISDA. Oltretutto, si pongono delicati problemi in ordine alla applicabilità delle forme di tutela previste dalla legislazione italiana in favore degli investitori finanziari, qual è, in questa circostanza, il Comune di Milano, e agli obblighi che fanno carico agli intermediari finanziari, previsti dal Testo Unico in materia finanziaria. Da ultimo, val la pena mettere in luce che ove si profilasse un contenzioso fra le parti, per qualsivoglia causa, il Comune di Milano non potrebbe adire la giustizia italiana, ma dovrebbe adire i giudici inglesi, con conseguenti maggiori oneri, oltre che difficoltà di conoscenza della legislazione sia sostanziale che processuale*". Ciò che si contesta agli imputati nella richiesta del PM di Milano non è l'aver dolosamente privato il Comune di Milano di quelle garanzie che la legislazione italiana riconosce all'acquirente di strumenti finanziari nei confronti dell'intermediario, circostanza questa bene evidenziata dalla Corte dei Conti, ma l'aver dolosamente violato la legislazione inglese in materia, alla cui regolamentazione il contratto era stato sottoposto, non riconoscendo al Comune di Milano, la qualifica di "*intermediate customer*" che avrebbe garantito all'ente una maggiore protezione e sicurezza. Si legge testualmente nella richiesta cautelare "*la normativa inglese prevede una procedura per la classificazione del cliente da parte dell'entità il cui comportamento è regolato, e precisa, al punto del COB 4.1.3, che l'entità regolata deve classificare i soggetti con i quali o per conto dei quali intenda condurre affari di pertinenza, al fine di ottenere una appropriata applicazione delle regole previste nello stesso COB. Il suo scopo è garantire il fatto che i clienti siano classificati appropriatamente, cosicché le protezioni del sistema regolatorio siano focalizzate su quelle categorie di clienti che ne abbiano maggiore bisogno, mentre consentono un approccio diverso con una controparte professionalmente omogenea. Al successivo punto 4.1.4, si prevede che l'entità regolata deve fare ogni*

*Conduct of Business Sourcebook, nonchè dai Principles stabiliti nel Financial Services Authority Handboo*³⁴⁸.

ragionevole passo per stabilire se il cliente sia un cliente, un cliente intermedio, o una controparte omogenea, secondo le definizioni proprie dell'FSA. Sempre tale normativa prevede che un ente territoriale, quale il Comune di Milano, essendo una "local authority" debba essere ritenuto un cliente intermedio, un "intermediate customer", avente pertanto pieno diritto a godere delle protezioni offerte dal sistema regolatorio, [...].La normativa, tuttavia, prevede la possibilità, da parte dell'ente regolato, di classificare un ente territoriale come "market counterparty", ossia come una controparte professionale omogenea, purché si rispetti una precisa procedura prevista a tutela del cliente[...].Appare pertanto, alla luce di quanto sopra, di solare evidenza il fatto che se le Banche avessero uniformato i propri comportamenti, come sarebbe stato doveroso, alla normativa dell'FSA, non avrebbero mai potuto stipulare né i negozi relativi all'amortising swap con la struttura collar iniziale né le integrazioni successive. Invero, avrebbero dovuto comunicare per iscritto al Comune, prima della stipula dei contratti di cui alle imputazioni, (v. pag. 51 all. 35, COB 4.1.12 R, n°2) il fatto che l'Ente, se si fosse determinato a concluderli, avrebbe perso le protezioni per esso previste dall'ordinamento inglese regolatore della materia ed alle quali ha diritto, e ciò, peraltro, a fronte di nessun vantaggio da ottenere per l'Ente pubblico in corrispettivo del fatto che si sarebbe trovato spogliato d'ogni tutela dei propri diritti. Nessun pubblico funzionario e nessun organo politico o amministrativo dell'Ente territoriale, essendo obbligato ad improntare la propria azione amministrativa ai criteri di efficacia ed economicità, nonché, in particolare, di sana e prudente gestione del danaro pubblico, avrebbe mai potuto accettare una simile proposta. Di mera proposta infatti si tratta, essendo la controparte libera di accettare o meno un azzeramento della tutela dei propri diritti prevista dall'ordinamento. Ne è conseguita la necessità per le Banche di porre in essere il raggio del silenzio sul punto, violando il preciso ed articolato obbligo di informazione a loro carico previsto dalla legge inglese, così stracciando i diritti e calpestando gli interessi dell'Ente pubblico...Obbligo che le stesse Banche riconoscono implicitamente di avere, allorché esplicitamente dichiarano nei loro atti di essere soggette alla normativa FSA sinora citata: si veda, tra l'altro ed a mero titolo di esempio, la documentazione da esse presentata al Comune per la rimodulazione o ristrutturazione dei negozi in esser, [...]".

³⁴⁸ Con ordinanza n. 2926 del 27.02.2012 reperibile sul sito www.dirittobancario.it, le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione hanno definito in favore del Giudice Italiano, il conflitto di giurisdizione sollevato nella controversia civile insorta fra il Comune di Milano, da un lato, Jp Morgan, Ubs, Dexia e Deutsche Bank, dall'altro, relativamente alla stipula da parte del Comune di contratti derivati con le stesse banche. Preliminarmente, le Sezioni Unite evidenziano come le domande avanzate dal Comune nei riguardi delle banche avessero ad oggetto, in primo luogo, la responsabilità extra-contrattuale di queste ultime per violazione delle regole di condotta nella fase precedente la stipula dei contratti derivati e le successive rinegoziazioni. Nel caso di specie, le Sezioni Unite hanno ritenuto che la competenza giurisdizionale, pur in presenza di una vicenda risarcitoria complessa, andasse individuata nel locus commissi delicti di cui all'art. 5 comma 3 Reg. CE 44/01, ovvero avanti il "giudice del luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire". Secondo quanto statuito dalla Suprema Corte, qualora l'attore proponga nei confronti di un convenuto straniero una domanda principale ed una subordinata, la sussistenza della giurisdizione del giudice italiano vada verificata con esclusivo riferimento alla domanda principale. E tale principio, applicato a contrario al caso di specie, porta appunto a dover ritenere che, avendo il Comune di Milano chiesto, in via principale, l'accertamento di una responsabilità extra-contrattuale delle banche convenute e, in via concorrente, l'accertamento della responsabilità contrattuale per violazione degli obblighi nascenti dai contratti di consulenza ed "arranging", si dovesse affermare la giurisdizione esclusiva del giudice italiano in relazione a tutte le domande svolte dall'ente stesso.

A conclusione dell'inchiesta giudiziaria avviata nel 2007, la Procura di Milano chiedeva, dunque, il rinvio a giudizio di 13 persone e dei rappresentanti dei quattro istituti bancari con l'accusa di truffa aggravata³⁴⁹. In particolare, tre sono le contestazioni mosse ai funzionari comunali ed ai funzionari e dirigenti dei quattro istituti bancari coinvolti nell'inchiesta:

1) l'emissione del prestito obbligazionario in assenza del requisito della convenienza economica, ex art 41, Legge n.488/01, in quanto il valore della nuova passività doveva essere inferiore al valore della passività dei mutui preesistenti che si andavano ad estinguere. La contestazione mossa agli Arrangers è quella di aver falsamente certificato che l'operazione comportava una riduzione di passività di bilancio di 57 Mln di euro;

2) il raggiro doloso, posto in essere dagli Arrangers per non aver conteggiato due componenti di costo dello swap di ammortamento, cioè:

³⁴⁹Si legge ancora nella "Richiesta di sequestro preventivo penale", ex art 321 c.p.p della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo che gli imputati avrebbero falsamente affermato che "tale specifica struttura da loro proposta, contenente lo swap d'ammortamento descritto, avrebbe consentito una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico dell'Ente nella misura di € 57.326.070,00, così prospettando tale proposta come conveniente per gli scopi di economia e riduzione dei costi che il Comune intendeva raggiungere quando in realtà la struttura, nei termini proposti, artatamente non rispettava il valore complessivamente nullo di uno swap all'atto della sua stipula secondo la costante prassi e l'uniforme condotta di mercato, mentre il valore attuale della posizione delle controparti bancarie a tale momento era invece di € 52.689.907,00, valore generato dalla differenza tra il valore attuale delle quote di capitale da versare annualmente alle Banche da parte del Comune e quello attuale del capitale da restituire al Comune da parte delle Banche in unica soluzione al 29 giugno 2035, cui deve sommarsi la differenza tra il valore attuale delle quote di interessi da versarsi da parte del Comune alle Banche e quello attuale delle quote di interessi da versarsi da parte delle Banche al Comune".

- a) il costo di 96 Mln di euro che il Comune avrebbe dovuto affrontare in futuro per chiudere l'altro contratto in derivati stipulato con una banca diversa a copertura del tasso di rischio sui tassi d'interesse per mutuo stipulato con Cassa DD.PP., che in quel momento aveva un valore mark to market negativo per pari importo. In pratica, gli Arrangers avrebbero sì incluso il mutuo nel monte passività in ristrutturazione, ma avrebbero ommesso di considerare la necessità di chiudere lo swap;
- b) l'omissione dolosa nella mancata considerazione del costo implicito di 52 Mln di euro che lo swap ha provocato al Comune, a causa dello squilibrio iniziale della posizione dei contraenti, posizione non equilibrata dall'uso *front* riconosciuto al Comune. Precisamente questo importo costituirebbe - secondo il sostituto procuratore di Milano - una parte del "*profitto illecito del delitto di truffa e correlativamente il decremento patrimoniale subito dal Comune di Milano*"³⁵⁰.

Di particolare interesse, sotto il profilo civilistico, è la ricostruzione che la Procura della Repubblica effettua, in termini generali, del contratto di swap.

Si legge nella richiesta di misura cautelare che "*al momento della stipula del contratto di swap, le parti, devono essere in posizione di parità*

³⁵⁰ Si legge nel capo di imputazione contenuto nella richiesta di sequestro preventivo della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano "*dolosamente omettendo altresì di considerare, ai fini del calcolo della riduzione del valore finanziario delle passività totali, anche la somma di € 52.689.907,00, costituente il profitto realizzato complessivamente dalle controparti bancarie all'atto stesso della stipula dei negozi in appresso descritti e già deducibile dall'analisi della loro struttura, predisposta dalle stesse Banche*".

finanziaria, così che il valore di mercato dello swap sia uguale a zero. Alla stipula quindi, attualizzando il valore delle posizioni dei contraenti ai tassi correnti di mercato, il risultato dovrebbe essere pari a zero, così versandosi in una situazione di equilibrio finanziario. Nel caso in cui, invece, l'attualizzazione rivelasse una differenza tra loro, non dichiarata e quindi non compensata con il versamento di una somma che riconduca a parità le condizioni, così che la posizione di una parte avesse un valore maggiore dell'altra, ci troveremmo in presenza di un cd. "costo implicito", ossia di un profitto non giustificabile, acquisito a danno dell'altra parte. L'acquisizione di tale profitto è immediata all'atto della chiusura del contratto, e deve essere iscritta al conto economico, della Banca nel caso di specie, sulla base dei Principi contabili internazionali[...] esso costituisce un guadagno occulto a danno dell'altra parte, definitivamente acquisito. Il "costo implicito", si sottolinea, non costituisce una perdita dovuta ad uno sfavorevole andamento del mercato, ma è acquisito in modo "clandestino" a danno di una parte, che subisce la perdita del correlativo valore economico. Per ripristinare il diritto violato, occorre che la parte che ha acquisito il profitto effettui un pagamento all'altra parte, cd "up front", pari alla differenza di valore delle prestazioni, riequilibrando così lo swap"³⁵¹.

Nel caso di specie, le quattro banche avrebbero omesso di contabilizzare il profitto di 52 milioni di euro già prodottosi in loro favore.

³⁵¹ Cfr. ancora la Richiesta di sequestro preventivo penale", ex art 321 c.p.p della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano a firma del P.M. dott. Robledo

Alla prima udienza dibattimentale, tenutasi il 19 maggio 2011, il Comune di Milano si e' costituito parte civile, per esercitare l'azione di risarcimento dei danni contro tutti gli imputati, nonche' nei confronti delle banche, in qualita' di responsabili degli illeciti amministrativi, ai sensi del D.lgs n.231/2001 e in qualita' di responsabili civili per i fatti compiuti dai propri dipendenti imputati.

Su richiesta del P.M., il giudice ha disposto una perizia, affidando l'incarico al CTU, Prof. Francesco Corielli, il quale dovrà rispondere a cinque quesiti, tra cui uno relativo alla convenienza del Comune di Milano alla stipula dello swap e uno invece relativo al presunto profitto delle banche dall'operazione³⁵².

³⁵² Sul punto v. FRISONE, << Il Comune di Milano ha pagato costi occulti per 99 milioni di euro>>, in Il Sole 24 Ore del 12.05.2012 . I quesiti formulati sono i seguenti : *“Esaminate le consulenze tecniche effettuate dalle parti ed allegate al presente procedimento, nonché esperita ogni altra analisi valutativa sui documenti acquisiti al processo e sulle dichiarazioni rese in sede dibattimentale dai testi, dai consulenti e dagli imputati, ed effettuata ogni altra indagine ritenuta necessaria, dica il perito: Se il derivato di tasso (I.R.S.) stipulato tra il Comune di Milano in data 5 marzo 2002 con Unicredit SPA ed estinto con operazione successiva nel settembre del 2005, fosse da considerarsi una passività gravante sul debito del Comune all'atto della sua chiusura , e se il suo " fair value" dovesse essere calcolato ai fini della convenienza economica della operazione stipulata tra il Comune e le Banche all'atto della emissione obbligazionaria per la ristrutturazione del debito comunale avvenuta nel giugno del 2005, ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 41 L.448/01; in questo caso, se la chiusura della passività a cui il derivato aderiva , imponesse o meno la chiusura immediata del derivato medesimo “ Se nelle operazioni effettuate dal Comune di Milano con le banche imputate nel presente procedimento (Jp Morgan Chase, Deutsche Bank, UBS, Depfa bank) nelle date di cui ai capi di imputazione , si sia o meno generato un profitto per le banche medesime; partendo dai dati forniti dalle parti ed acquisiti al dibattimento sia nelle consulenze che nelle dichiarazioni dei testi e degli imputati, ne determini l'ammontare lordo e, ove possibile, anche quello netto; facendo altresì riferimento al bid Task spread di mercato per il tasso swap all'epoca dei fatti (per operazioni comparabili) alle volatilità da utilizzare per valutare cap e floor, ed agli spread di credito per le parti contraenti. Se sia corretto ritenere che il valore dello swap , all'atto della stipula del relativo contratto, debba essere pari a zero per le parti contraenti, e se, nel caso contrario, debba prevedere un riequilibrio economico della parte svantaggiata , ovvero se, considerata anche la prassi del mercato, lo stesso debba inevitabilmente prevedere i costi di intermediazione da addebitare alla controparte , e in che misura, in tal caso, tali costi siano da considerarsi correttamente conteggiati; in tale ultimo caso dica se di tali costi di intermediazione le banche contraenti fossero obbligate a rendere partecipi l'altra parte stipulante. Se, nel caso concreto per cui è processo, tenendo conto anche delle prassi di mercato per operazioni comparabili, vi*

In data 9 maggio 2012, è stata depositata la perizia del CTU, secondo la quale l'operazione di ristrutturazione sottoscritta dal comune di Milano sarebbe stata già economicamente sconveniente all'atto della sottoscrizione, in quanto lo swap "collar" venduto dalle banche avrebbe avuto un valore negativo, soltanto in parte giustificato dal fatto che gli istituti di credito pagavano all'ente un tasso fisso superiore quello di mercato.

Il CTU ha stimato che il derivato sottoscritto dell'ente unitamente alle successive rinegoziazioni (ben 6!!) avrebbe generato per il Comune costi totali «non esplicitati dalle banche» per 99 milioni di euro, dei quali una parte rilevante è connessa al rischio di controparte sopportato dall'ente.

In base alle risultanze della CTU soltanto l'ente sarebbe stato esposto al rischio di inadempienza delle banche e non viceversa, perché in caso di insolvenza dell'ente le quattro banche arrangers avrebbero goduto dell'ampia garanzia costituita dalla cauzione versata dal Comune. Il CTU ha definito la valutazione fatta dalle quattro banche straniere «errata», e in grado di condurre a una «forte sottovalutazione del valore

fossero delle alternative alla stipula dell'IRS per l'ammortamento del debito , e se tali alternative siano state considerate dalle parti alla luce di un eventuale vantaggio economico per la parte contraente Comune di Milano ;- Se l'eventuale profitto ottenuto dalle banche nelle operazioni suindicate possa essere considerato acquisito all'atto della stipula contrattuale, e dovesse quindi essere iscritto a bilancio delle stesse secondo i principi contabili internazionali, o se, in caso contrario, dovesse essere considerato una mera posta di valutazione da iscriversi in bilancio solo all'esito delle operazioni finanziarie di cui a contratto".

negativo del derivato e quindi sopravvalutazione della convenienza economica dell'operazione».³⁵³

All'udienza del 18 luglio 2012, il PM Robledo ha avanzato le sue richieste: una condanna per 9 dei 13 imputati e l'assoluzione per altri 4 (tra cui i due funzionari comunali). E, soprattutto, una condanna, sia materiale che simbolica, per le quattro banche straniere. Per Deutsche Bank, Depfa Bank, Jp Morgan e Ubs l'accusa ha chiesto dunque una sanzione pecuniaria di 1,5 milioni ciascuna, una confisca complessiva per oltre 72 milioni e il divieto di contrattare con la Pubblica amministrazione per un anno³⁵⁴.

³⁵³ Cfr. ancora FRISONE, << Il Comune di Milano ha pagato costi occulti per 99 milioni di euro>>, cit., in *Il Sole 24 Ore* del 12.05.2012

³⁵⁴ V. MONACI, *Derivati Milano, chiesta la condanna delle banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.07.2012.

3.2.- La sentenza di condanna del Tribunale di Milano

Il 4 febbraio 2013 sono state depositate le motivazioni della sentenza n. 13976 del 19 dicembre 2012 con cui la IV^a Sezione Penale del Tribunale di Milano, nella persona del Giudice dott. Oscar Magi, condannava alla reclusione ed al risarcimento del danno alcuni dirigenti di Deutsche Bank, Depfa, JP Morgan e Ubs, per truffa nella stipula dei contratti derivati a danno del Comune di Milano³⁵⁵.

Le stesse banche Deutsche Bank, Depfa Bank, UBS, JP Morgan venivano condannate al pagamento di una sanzione pecuniaria³⁵⁶ per responsabilità da reato, ai sensi dell'art. 10 del D.Lgs. 231/01³⁵⁷.

³⁵⁵ Le motivazioni sono reperibili sul sito www.diritto bancario.it

³⁵⁶ Si legge nella motivazione della sentenza "Sulla base di tali considerazioni non risultano nemmeno ipotizzabili profili di rilievo ai fini della verifica della sussistenza delle cause di esclusione della responsabilità dell'ente di cui all'art 6 d.lg. 231/2001: tutte le società ritenute responsabili hanno certamente adottato modelli di organizzazione e di gestione idonei, in astratto, a prevenire fatti come quelli fin qui considerati, ma, come si è visto, i modelli preesistenti non risultano aver avuto alcuna efficacia preventiva ed appaiono (ad una lettura non superficiale) solo una attenta precostituzione di alibi, al solo fine di garantire ai funzionari di grado superiore una specie di impunità per quanto eventualmente commesso dai vari sellers o traders nella stipula dei contratti effettuati. Le procedure allora in vigore prodotte dalle difese non sono quindi in alcun modo da ritenersi concretamente efficaci e, per loro struttura, non erano in alcun modo idonee a impedire reati di truffa ai danni di enti pubblici, come quelli qui contestati. In particolare, l'unica procedura in vigore al momento dei fatti di cui si tratta e che avrebbe potuto avere qualche rilevanza in questo procedimento, è quella relativa al corretto trattamento dei clienti ed alla loro classificazione, che tuttavia, pur sussistente, non indica alcuna misura idonea a prevenire eventi illegittimi o comunque eventualità di scorretto trattamento, mentre i codici etici contengono soltanto un generico divieto di fatti illeciti, non seguito da alcuna procedura idonea al controllo e all'impedimento degli stessi". Sull'argomento si rinvia più ampiamente alla lettura della nota 345.

³⁵⁷ FANTETTI, *La responsabilità degli organi delle società a partecipazione pubblica*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2012, 6, 459; SANTUARI, PREVITALI, VENTURI, "D.lgs 231/2001: l'adozione del modello non basta", op.cit., in www.personaedanno.it del 30.04.2012 (a cura di) CENDON; PIZZOTTI, *La responsabilità civile diretta dell'ente per la violazione del d.lgs 8 giugno 2001, n.231*, op.cit., in *Resp. civ. e prev.* 2011, 09, 1907; INSOLERA, *La criminalità politico-amministrativa*, op.cit., in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2011, 02, 584; LUCHENA, *Codice etico e modelli organizzativo-sanzionatori nel d.lg. n. 231/01: legittimità ed efficacia*, op.cit., in *Giur. comm.* 2011, I fasc. 2, 245; FLICK, *Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia*, op.cit., in *Riv. dir. Soc.*, 2011, 01,42; CIPOLLA, *Il d.lg. n.231 del 2001 nella prassi giurisprudenziale, a dieci anni dall'entrata in vigore*, op.cit., in *Giur. merito*, 2011, 06,1468. LEI, *Sulla responsabilità degli enti per i reati commessi da loro esponenti in posizione apicale* (nota a Cass., sez. VI pen., 9 luglio 2009 (ud.); 17 settembre 2009 (dep.)

La sentenza è piuttosto lunga e tecnicamente complessa, come scrive lo stesso Giudice estensore nella premessa³⁵⁸.

n. 36083, op.cit., in *Cass. pen.* 2010 fasc. 5, 1941; FLICK, *Le prospettive di modifica del D.lgs n.231/2001, in materia di responsabilità amministrativa degli enti: un rimedio peggiore del male?* op.cit., in *Cass.pen.*, 2010,11, 4032.; ARRIGONI, *Responsabilità "amministrativa" e società pubbliche*, op.cit., in *Riv. amm. R. It.* 2009, I fasc. 9-10, 565; CATTADORI, *Aggiornamenti normativi alla responsabilità amministrativa (rectius penale) degli enti (d.lg. 231/01)*, op.cit., in *Riv. pen.* 2009 fasc. 11, 1199; BEVILACQUA, *Prima sentenza di condanna di una società a seguito di giudizio ordinario ai sensi del d.lg. 231/2001 (nota a Trib. Milano, sez. X, 20 marzo 2007)*, op.cit., in *Giur. comm.* 2009, II fasc. 3, 506; PISANI, *Controlli societari e responsabilità da reato degli enti*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2008, I fasc. 1, 100; PRESUTTI, BERNASCONI, FIORIO, *La responsabilità degli enti*, *Commento per articolo al D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231*, op.cit., Padova, 2008; 2ss; BANA, *Linee guida sull'adozione del modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del d.lg. n. 231/2001*, op.cit., in *Riv. pen.* 2008 fasc. 1, 15; BARTOLOMUCCI, *Modelli organizzativi obbligatori ed auto-validati: evoluzione eteronoma del D.Lgs. n. 231/2001*, op.cit., in *Le Società*, 2008, 4, 407; ROSSI, *La responsabilità degli enti (d.lg. n. 231/2001). I soggetti responsabili. I modelli organizzativi*, op.cit., in *Giur. piemontese* 2008 fasc. 1, 1; AMATO, *Finalità, applicazione e prospettive della responsabilità amministrativa degli enti*, op.cit., in *Cass. pen.* 2007 fasc. 1, 346; MORA, *Profili civilistici della responsabilità dell'ente dipendente da reato e vicende modificative dell'ente*, op.cit., in *Resp. civ. e prev.* 2007 fasc. 7-8, 1493; CERQUA, *Profili generali della responsabilità degli enti dipendente da reato*, op.cit., in *Corriere del merito* 2007 fasc. 8-9, 977; BEVILACQUA, *I presupposti della responsabilità da reato degli enti*, in MONESI (a cura di), *I modelli organizzativi ex d. lgs. 231/2001, Etica d'impresa e punibilità degli enti*, op.cit., Milano, Giuffrè, 2005, 122 ss.; PULITANÒ, *La responsabilità « da reato » degli enti: i criteri di imputazione*, op.cit., in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, 415; ROMANO, *La responsabilità amministrativa degli enti, società o associazioni: profili generali*, op.cit., in *Riv. soc.*, 2002, 393; RORDORE, *Prime (e sparse) riflessioni sulla responsabilità amministrativa degli enti collettivi per reati commessi nel loro interesse o a loro vantaggio*, in AA.VV., *La responsabilità amministrativa degli enti*, op.cit., Milano, Ipsoa, 2002, 5; DE VERO, *Struttura e natura giuridica dell'illecito di ente collettivo dipendente da reato*, op.cit., in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2001, 1158: Cfr. in giurisprudenza recentemente *Cass. pen.*, 15.10.2012, n.40380 in *www.dirittobancario.it*. La Suprema Corte di Cassazione ha affermato il principio secondo cui, in tema di responsabilità "amministrativa" da reato degli enti, la persona giuridica, che abbia omesso di adottare ed attuare il modello organizzativo e gestionale, non risponde del reato presupposto commesso da un suo esponente in posizione apicale soltanto nell'ipotesi in cui quest'ultimo abbia agito nell'interesse esclusivo proprio o di terzi. Sul punto la Cassazione evidenzia come la nozione di "interesse" rilevante ai fini del combinato disposto di cui ai commi 1 e 2, art. 5, D.Lgs. n. 231 del 2001 – secondo cui l'ente è responsabile per i reati commessi nel suo interesse o a suo vantaggio fatto salvo l'ipotesi in cui l'agente non abbia agito nell'interesse esclusivo proprio o di terzi – esprime la proiezione soggettiva dell'autore, e rappresenta una connotazione accettabile con analisi ex ante. Si tratta, secondo la Cassazione, di una tensione che deve esperirsi su un piano di oggettività, concretezza ed attualità, sì da potersi apprezzare in capo all'ente, pur attenendo alla condotta dell'autore del fatto, persona fisica. *Cass. pen.*, 17.06.2010, cit., in *Guida al diritto*, 2010, 46,98; *Cass. pen.*, 18.2.2010, n.277235, cit., in *Guida al diritto*, 2010, 39,98; Corte dei Conti, 23.11.2009, cit., in *Riv. corte conti*, 2009, 6,122; Trib. Milano, 13.02.2008, cit., in *Riv. dott.comm.*, 2008,6,1265.

³⁵⁸ Si legge nella motivazione "questo che si è appena concluso è stato un processo difficile e lungo; non sarebbe potuto essere altrimenti, attesa la valenza delle questioni trattate e l'estrema tecnicità delle stesse. Questo giudice monocratico ha dovuto cimentarsi, nel corso dei due anni e mezzo di svolgimento dell'istruttoria dibattimentale, con questioni estremamente articolate e complesse, finora

In sintesi, il Tribunale di Milano, premettendo che il processo penale *“non è stato e non vuole essere un processo al sistema bancario nel suo complesso o agli strumenti derivati, ma solo al cattivo uso degli stessi in una circostanza storicamente determinata”*, ha accolto l'impianto accusatorio della Procura, riconoscendo che *“tutte le operazioni effettuate tra il Comune di Milano e le banche arrangers nel periodo che va tra il 24 giugno 2005 e l'ottobre 2007, sono state operazioni in "perdita finanziaria" ed economica per il Comune stesso. Le banche arrangers hanno conseguito, con le operazioni in parola, una serie di profitti "occulti", e cioè non comunicati alla controparte per circa 88 milioni di euro (compreso il calcolo del rischio di credito delle banche)..... Il prezzo dello swap (e cioè il suo costo per il Comune) avrebbe dovuto essere comunicato alla controparte sia sotto il profilo della correttezza informativa³⁵⁹, sia sotto quello*

mai trattate, perlomeno nell'esperienza professionale di questo giudicante. Si è dovuto quindi affrontare la conoscenza e la valutazione di concetti patrimonio della economia finanziaria, quali, ad esempio, l'interest rate swap, il fair value, il mark to market, il bid ask spread e molti altri ancora, concetti certamente non usuali nella pratica giudiziaria comune, perlomeno nell'ambito penalistico”.

³⁵⁹ Tale omissione integra una evidente violazione delle regole di condotta in capo agli intermediari per i quali sussiste un obbligo di fornire informazioni che devono rispondere a criteri di chiarezza, correttezza e identificabilità. Sull'argomento cfr. LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012,I, 369; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2011, 11, 735; LUCCHINI GUASTALLA, *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, op.cit., in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 741 ss.; PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 537 ss.; SERRAO D'AQUINO, *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, op.cit., in *Giur. di Merito*, 2010, 3206 ss.; SCARPA, *La responsabilità dell'intermediario finanziario tra regole di condotta e regole di validità*, op. cit., in *Resp. civ.*, 2010, 1, 5; SARTORI,

del rispetto delle norme nazionali ed internazionali che regolavano la materia³⁶⁰".

Il Tribunale di Milano fa proprie le tesi del CTU, affermando che anche se i derivati non costituiscono delle passività, cionondimeno, laddove rappresentano dei costi per l'ente locale che intende ristrutturare il proprio debito, essi devono essere necessariamente conteggiati nel calcolo di convenienza economica, al loro "valore finanziario o di mercato" o, comunque, al loro costo di chiusura (mark to market, ove negativo); il non conteggio degli stessi (laddove creino dei costi impliciti ovvero ove costituiscano dei costi espliciti) costituisce mancato rispetto delle norme, costituzionali o statali, che regolano la materia³⁶¹.

*Violazione delle regole informative e modelli di **responsabilità**, in L'attuazione della Mifid in Italia, op.cit., a cura di D'Apice, Bologna, 2010, 615 ss.*

³⁶⁰ In sintesi le banche avrebbero esplicitato soltanto la somma di commissioni pari allo 0,01 dell'operazione occultando i "day one profits". Si legge ancora in sentenza "i profitti delle banche sono stati conseguiti al momento della stipula dei contratti e sono stati iscritti come tali (o avrebbero dovuto esserlo) nel conto profitti e perdite delle stesse ai sensi delle norme IAS 39 sulla materia; Al di là dei minimi costi relativi alla transazione (da intendersi ricompresi nella metà del bid/ask spread dei tassi) uno swap deve nascere alla pari, oppure la presenza di un profitto ulteriore non si giustifica sulla base dei prezzi di mercato e costituisce il cd. "day one profit". Il valore finanziario di uno swap è dato dal suo valore di mercato; il fair value del derivato è il valore oggi dell'obbligazione sul mercato. Quando si chiude un derivato (e la cosa è obbligatoria in presenza del venir meno dell'obbligazione da cui il derivato trae origine) non è corretto far assorbire il costo a mercato dello strumento (il cd. mark to market) spalmandolo su altri derivati. Il costo suddetto, pur non essendo finanziariamente una passività finché il derivato è in vita, lo diventa di fatto al momento della chiusura".

³⁶¹ Si legge nella motivazione della sentenza "che il conteggio dei costi del derivato Unicredit andasse computato nel calcolo di convenienza complessiva dell'operazione, è affermazione che costituiva certamente patrimonio conoscitivo delle banche e del Comune di Milano: lo dimostrano, oltre ogni ragionevole dubbio, sia il documento di gennaio 2005 che IP Morgan inviò al Comune di Milano, nel quale il costo negativo dello stesso veniva conteggiato ai fini del calcolo di convenienza (indicato in circa 100 milioni di euro, e cioè una cifra addirittura superiore al

I costi impliciti rappresentano uno temi più dibattuti e controversi in materia di derivati OTC. La liceità o meno degli stessi ed il loro impatto sulla nullità del contratto derivato costituiscono oggetto di ampia discussione in seno alla dottrina³⁶². Non mancano

costo poi effettivamente pagato); sia la proposta contrattuale che la stessa Casiraghi inviò alle banche ai fini dell'espletamento della gara nel maggio del 2005, ove, oltre ai costi dei mutui, veniva esplicitamente indicato: **"di assegnare l'obiettivo per l'avvio delle procedure con le banche ... per l'individuazione di uno o più arrangers... per l'emissione obbligazionaria ... inclusa l'eventuale ristrutturazione delle operazioni di swap in essere."** Che poi di tale ristrutturazione non si sia parlato nelle trattative successive è argomento che attiene alla valutazione della responsabilità singola degli imputati, ma non alla esistenza del problema, che, come si vede, era certamente conosciuto". Sull'argomento si segnala Trib. Orvieto, 12.04.2012, cit. in *www.ilcaso.it* ed il commento di AMATO, *Contratti derivati stipulati dagli enti locali e difetto di causa: prospettive per i soggetti privati?*, in *Rivista di diritto bancario*, diritto bancario.it, giugno 2012. L'A. osserva che "accanto al mancato ricomponimento dello squilibrio dei valori di mercato attraverso il riconoscimento di up front adeguati al differenziale, il Tribunale ha inoltre osservato l'esistenza di costi non esattamente percepibili dall'investitore, costi occulti, destinati a ripercuotersi negativamente su quest'ultimo. La presenza dei costi impliciti determina – secondo la motivazione dell'ordinanza – violazione del generale dovere di correttezza e buona fede, in quanto l'esistenza di una differenza tra il valore di mercato e il valore di negoziazione dello strumento non viene adeguatamente specificata all'Ente (quale soggetto in capo a cui il disvalore si attesta), e ciò indipendentemente dalla natura effettiva di tale costo. Pertanto, la Banca è sempre tenuta: a) a esplicitare la commissione qualora tale costo remunererà l'attività commerciale della banca ai sensi della lettera g) dell'art. 61 Reg. Consob; b) a rendere noti al contraente tali costi qualora possano ricondursi al "vero costo" del contratto, senza costituire, o senza costituire integralmente, il margine lucrato dalla banca, per la ragione che essi costituiscono un'alterazione delle naturali condizioni contrattuali, così come specificato anche dalla normativa di settore (art.21 TUF). Nel caso in cui ciò non avvenga, il Tribunale ha ritenuto che il vizio che si profila si attesti nella fase genetica del contratto, determinandone la nullità".

³⁶² MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Rivista di diritto bancario*, *dirittobancario.it*, 3, 2013. L'A osserva che "è noto che gli IRS negoziati dall'intermediario con l'investitore incorporano un margine di profitto per l'intermediario, rappresentato dal <<valore negativo per (l'investitore)>> del <<fluss(o) di pagamento (a suo carico)>> che <<non riflette il livello dei tassi di mercato>>. Si tratta di un <<margine di profitto>>, che si riferisce alla differenza tra un parametro esterno al contratto (il mercato, o un modello matematico), assunto come astrattamente corretto (fair value), ed il valore che invece caratterizza, in concreto, il singolo contratto IRS"; MARCELLI, *Derivati esotici e Margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, in *Il Caso.it*, II, 326/2012. Secondo l'A. "in particolare i costi impliciti dell'operazione, particolarmente accentuati nei derivati esotici, ancorché legittimamente applicati, se non vengono adeguatamente comunicati e com-presi nei loro risvolti sull'esito dell'operazione, inducono una significativa deviazione del processo decisionale del cliente, che non può che condurre all'invalidità del contratto. Negli ordinari prodotti finanziari ricorre un iniziale esborso che fornisce all'investitore un'immediata e pregnante consapevolezza del rischio assunto: quando quest'ultimo travalica il capitale impiegato, si ricorre al concetto di leva finanziaria per meglio dimensionare il rischio assunto. Nei prodotti derivati, in particolare negli Swap, non vi è alcun esborso di capitale, né a rigori si può parlare di investimento: si assume e si cede rischio senza alcun esborso, a parte le eventuali garanzie, e questo può indurre una minore attenzione e consapevolezza, rimanendo il rischio celato nelle formule e i riflessi economici

orientamenti da parte della giurisprudenza di merito che arrivano a statuire “il principio secondo cui l’IRS è inefficace nei confronti dell’investitore (perché nullo) se i costi dell’intermediario sono impliciti, cioè occulti”³⁶³.

procrastinati nel tempo”; BRUNO- ROZZI, La posizione del giudice penale sui derivati, in Il Corriere del merito, 2012, 924 ss. A commento di una recente ordinanza di sequestro preventivo penale emessa dal Tribunale di Terni, in materia di contratti derivati, gli A. osservano che “la decisione riprende il recente filone giurisprudenziale secondo cui il mark to market non può essere considerato l’oggetto del contratto. Si tratta di un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali e che di per se’ non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Si tratta di una sorta di rating evoluto, ed infatti l’iniziale funzione è solo quella di consentire il monitoraggio dell’andamento del derivato, agganciandosi all’ipotesi della istantanea chiusura del rapporto. Di conseguenza un valore di mark to market negativo non si trasforma necessariamente in un esborso monetario a carico del debitore” ma è essenzialmente legato alla sola ipotesi di esercizio della facoltà di estinzione anticipata del derivato in un dato momento e “in tal caso, se negativo, il mark to market si trasforma in un obbligo di pagamento immediato, ovvero in alternativa la sua negatività si trasfonde nel contratto rinegoziato”; AA.VV., Autotutela e attività contrattuale della pubblica amministrazione, a a proposito di contratti di swap stipulati da Enti locali, in Banca Borsa tit. cred., 2012,3,304; FANTETTI, L’annullabilità in autotutela dei contratti derivati, op cit., in La responsabilità civile, 2012, 55 ss.; UCCIARDELLO, Potere di autotutela, strumenti derivati e finanza pubblica alla luce della sentenza del consiglio di stato, sez V, 7 settembre 2011, op.cit., in www.ianus.it, n.5-2011. L’A. osserva come “la presenza di costi impliciti nell’operazione di ristrutturazione del debito che non sono stati rilevati dalle controparti e che era di impossibile rilevazione per la pubblica amministrazione ha fatto cadere il presupposto logico alla operazione di affidamento visto che l’attività della pubblica amministrazione è retta dal principio della convenienza economica. In questo contesto si evidenzia come l’attività della pubblica amministrazione sia indirizzata tout court a principi pubblicistici e di interesse generale pertanto nel ricorso agli istituti privatistici non può prescindere da questo elemento su cui invece deve fondare le proprie scelte economiche”; PARLATORE - GERONZI, Derivati ed Enti locali: per il CdS il Mark-to-market non rappresenta costi impliciti, in www.ilsole24ore-lex24.

³⁶³ Vedi ampiamente ZACCAGNINI, I contratti derivati: profili civilistici, in Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati, a cura di ACCIARI, BRAGANTINI, BRAGHINI, GRIPPO, IEMMA, ZACCAGNINI, Milano, 2012, 463. Trib. Terni (ord.pen.), 07.02.2012, in [Il Corriere del Merito](http://www.ilsole24ore-lex24), 9, 2012, per il quale “Nel caso di IRS stipulato da un Comune non si può sostenere che asseriti **costi impliciti** a carico del cliente siano ravvisabili nel valore negativo del mark to market al momento della sottoscrizione dei contratti, in quanto tale dato non esprime un valore reale ma di mera proiezione in termini di attualizzazione dei **costi** sostenuti dall’istituto di credito per l’operazione di finanza derivata intrapresa ed a questo dovuti esclusivamente nel caso in cui il rapporto venga interrotto prima della sua naturale scadenza; al pari di una clausola penale, tale importo si presenta come un costo ulteriore ed eventuale (senza per questo essere occulto), connesso all’esercizio della facoltà di anticipata risoluzione del contratto che, come tale, non potrà mai avere un valore positivo durante il periodo di vigenza del contratto stesso”; Trib. Orvieto, 12.04.2012, cit. in www.ilcaso.it; Trib. Monza, 17.07.2012, in www.ilcaso.it, secondo cui “la non rispondenza delle condizioni economiche contrattuali del contratto derivato Interest Rate Swap alla funzione di copertura del rischio nello stesso enunciata ne comporta la nullità per difetto di causa (art. 1418, comma secondo,

c.c.), da intendersi quale sintesi degli interessi concretamente perseguiti dalla negoziazione"; Trib. Bari, 15.07.2010, in *I Contratti*, 2011, p.244, il quale ha ravvisato che la presenza di ingenti costi occulti al momento della stipula del derivato fra una srl e una banca aveva reso il contratto incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio che avrebbe invece dovuto caratterizzare lo swap. Il Tribunale ha quindi ritenuto fondata l'azione di nullità per mancanza di causa avanzata dalla società. In materia di contenzioso sulla tematica dei costi impliciti occupa particolare rilievo Trib. Lecce, 09.05.2011, cit., in *Foro it.*, 2011, I, 2549; per il quale "anche nei rapporti intrattenuti con operatori qualificati l'intermediario deve rispettare i principi fondamentali stabiliti dall'articolo 21 del TUF e deve quindi "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti"; nell'ambito dei servizi di investimento, la logica "antagonista" del contratto di scambio deve, infatti, cedere il posto (anche quando l'intermediario negozia in proprio con un cliente) alla cooperazione nell'interesse altrui, regola, questa, immanente alla prestazione di un servizio riservato soltanto a soggetti abilitati. Le operazioni in strumenti derivati dovrebbero presentarsi come potenzialmente vantaggiose per il cliente quanto meno nell'ipotesi di scenari economici a lui favorevoli. Costituisce, pertanto, un'operazione rovinosa ed insensata e sbilanciata a tutto vantaggio dell'intermediario quella che presenti costi di transazione talmente elevati da assorbire gli eventuali guadagni del cliente nel caso di andamento lui favorevole del mercato (nel caso di specie, è stata effettuata la sostituzione di un contratto di interest swap rate con altro che, al momento della stipula, presentava già un market to market negativo soprattutto a causa di rilevanti costi occulti di ristrutturazione)". **Contrario alla nullità** cfr. Trib. Milano, 08.02.2012, in *www.ilcaso.it*, per il quale "è infondata la pretesa invalidità dei contratti derivati per asserito "squilibrio delle obbligazioni assunte dalle parti" (che non può ritenersi dimostrato dalle perdite subite dai contratti) stante l'aleatorietà dei contratti stessi (i cui effetti sono legati all'andamento del mercato). Peraltro la valutazione degli effetti di un contratto derivato va effettuata tenendo conto della complessiva situazione finanziaria del contraente, ed in particolare del vantaggio ottenuto dallo stesso in termini di minori interessi pagati sui finanziamenti in riferimento a perdite sul derivato conseguenti alla diminuzione dei tassi di interesse del mercato"; Trib. Milano, 19.04.2011, cit., in *I Contratti* 763, 2011. In controtendenza cfr. Cons. Stato, 27.11.2012, n.5962, cit., in *www.ilcaso.it*, per il quale "nell'esercizio del potere di valutazione delle Pubbliche Amministrazioni in relazione alla ristrutturazione del debito, i **"costi impliciti"** delle operazioni "swap" non costituiscono un costo effettivo, una somma effettivamente sostenuta, rappresentando soltanto il valore che lo swap avrebbe potuto avere in una astratta ed ipotetica contrattazione. Pertanto, non sarebbero di per sé sufficienti a determinare una valutazione negativa circa la convenienza economica della complessiva operazione di ristrutturazione del debito posta eventualmente posta in essere dalla Pubblica Amministrazione considerata". Per quanto attiene poi gli obblighi di trasparenza in capo all'intermediario relativi ad eventuali costi impliciti connessi all'operazione in contestazione, il Consiglio di Stato ritiene che, in ogni caso, anche a prescindere da qualsiasi considerazione circa la natura dei costi impliciti, laddove, come nel caso di specie, l'amministrazione abbia scelto attraverso una gara ufficiosa l'intermediario finanziario cui affidare la complessiva operazione di ristrutturazione del proprio debito, ed il fatto che la predetta scelta fosse sostanzialmente conseguente alla valutazione (compiuta) da un'apposita commissione della proposta (di ristrutturazione), consente di escludere ragionevolmente la pretesa violazione degli obblighi di informazione in ordine al valore dello swap ed a quello dei suoi elementi correttivi, ai fini della determinazione del *fair value*. Principio questo a maggior ragione valido nel caso in cui le operazioni in contestazione siano state concluse prima dell'entrata in vigore del regime MiFID (Direttiva 2004/39/CE), avvenuta nel 01 novembre 2007, il quale ha introdotto più stringenti oneri di informazione in capo all'intermediario. Infine, conclude il Consiglio, benché non possa ragionevolmente enfatizzarsi la circostanza che l'amministrazione provinciale di Pisa avesse già nel passato stipulato altri contratti derivati (swap), ciò nondimeno non può neppure sottacersi che sussisteva certamente, o quanto meno poteva ragionevolmente pretendersi, un onere di diligenza nell'informarsi puntualmente e richiedere alle banche

Giova rammentare che i doveri di diligenza e correttezza – prima ancora della trasparenza e informazione – impongono all'intermediario di proporre strumenti finanziari che, al netto del margine ad esso riconosciuto, risultino adeguati alle esigenze del cliente. Tale nozione di "adeguatezza" discende direttamente dagli obblighi prescritti dal più volte citato articolo 21 del T.U.F., distinguendosi dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob intermediari.

Nel caso di specie, i giudici rilevano come “*sia nelle prime operazioni che nelle successive non vi è stata alcuna convenienza economica a favore dell'ente pubblico*³⁶⁴, ai sensi della Legge 448/01, art. 41³⁶⁵, avendo

circostanziate notizie sui predetti contratti derivati, onde poter consapevolmente indirizzare le proprie scelte.

³⁶⁴ ZAMAGNI, ACCIARI, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, op.cit., in *www.dirittobancario.it* del 12.4.2012. Sull'argomento cfr. Relazione del Procuratore generale della Corte dei Conti del 5.02.2013 in *www.corteconti.it* in cui si afferma che “*sul delicato tema dell'utilizzo di strumenti di finanza derivata (nella specie: da parte di ente locale e tramite il modello dello swap), dopo aver preso atto dell'attenzione che alla problematica hanno dedicato il legislatore ordinario (disciplinando progressivamente l'accesso degli enti locali al mercato dei capitali nonché i criteri per l'ammortamento del debito e le operazioni in derivati), la giurisprudenza ordinaria anche penale, la dottrina giuridica e la stessa Corte dei conti in sede di controllo (ripetutamente occupatasi delle patologie nell'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali circa i possibili, gravosi oneri a loro carico con effetti finanziari futuri), è stato ritenuto che la valutazione della convenienza economico-finanziaria delle operazioni di finanza derivata non può essere limitata all'esame di singole annualità in conformità agli ordinari principi della contabilità pubblica, ma vada più propriamente correlata, sul piano della contrattualistica civile, all'insieme dei risultati conseguibili nel periodo di validità del contratto, con conseguente esclusione dell'elemento oggettivo del danno erariale (che deve essere certo ed attuale) quando lo stesso non risulti provato non in ragione delle singole annualità di bilancio, ma in relazione alla durata complessiva, solitamente pluriennale, del contratto*”.

lo stesso sopportato costi impliciti (e cioè non conosciuti ma esistenti) ed espliciti (accantonati e poi riassunti) abbondantemente superiori ai presunti prospettati guadagni finanziari”³⁶⁶.

³⁶⁵ L'art. 41 della L.28.12.2001, n.441 "Amministrazione del patrimonio e contabilità dello stato" stabilisce che "Al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica, il Ministero dell'economia e delle finanze coordina l'accesso al mercato dei capitali delle province, dei comuni, delle unioni di comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, di cui all'articolo 2 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni. A tal fine i predetti enti comunicano periodicamente allo stesso Ministero i dati relativi alla propria situazione finanziaria. Il contenuto e le modalità del coordinamento nonché dell'invio dei dati sono stabiliti con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze da emanare di concerto con il Ministero dell'interno, sentita la Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge. Con lo stesso decreto sono approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti. 2. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni. 2-bis. A partire dal 1° gennaio 2007, nel quadro di coordinamento della finanza pubblica di cui all'articolo 119 della Costituzione, i contratti con cui le regioni e gli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, pongono in essere le operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico a scadenza e le operazioni in strumenti derivati devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro. Tale trasmissione, che deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti medesimi, è elemento costitutivo dell'efficacia degli stessi. Restano valide le disposizioni del decreto di cui al comma 1 del presente articolo, in materia di monitoraggio. 2-ter. Delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza. 3. Sono abrogati l'articolo 35, comma 6, primo periodo, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e l'articolo 3 del regolamento di cui al D.M. 5 luglio 1996, n. 420 del Ministro del tesoro. 4. Per il finanziamento di spese di parte corrente, il comma 3 dell'articolo 194 del citato testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, si applica limitatamente alla copertura dei debiti fuori bilancio maturati anteriormente alla data di entrata in vigore della legge costituzionale 18 ottobre 2001, n. 3.

³⁶⁶Le motivazioni della sentenza aiutano a comprendere in che cosa siano effettivamente consistiti i "profitti occulti" delle banche : "in estrema sintesi (e riservandosi, ovviamente di riprendere in modo più approfondito l'argomento in questione), il PM ritiene che il Comune di Milano (intendendosi per l'Ente in parola il Consiglio Comunale e la Giunta dello stesso) sia stato tratto in inganno da parte dei funzionari delle quattro banche arrangers citate, inganno (o errore) consistito nel far credere ai funzionari comunali ed all'ente stesso che l'operazione di ristrutturazione dei mutui gravanti sul bilancio comunale e la loro rinegoziazione mediante l'emissione del bond trentennale in uno con l'operazione di swap ad esso collegata, fosse possibile e lecita ai sensi dell'art. 41 Legge 448/01, in quanto riduttiva del valore finanziario delle passività totali gravanti sul bilancio comunale. Tale possibilità e liceità sarebbe derivata dall'esistenza di una convenienza economico / finanziaria dell'operazione consistente in circa 57 milioni di euro complessivi, convenienza garantita per tutta la durata dell'operazione trentennale;

Il problema collegato al calcolo della "convenienza economico finanziaria" dell'operazione stipulata tra il Comune di Milano e le quattro banche Arrangers tra il 24 e il 27 giugno 2005 è assolutamente centrale nella vicenda in esame, costituendo il nucleo fondante della "induzione in errore" che l'accusa ritiene essere stato l'oggetto e l'effetto dei comportamenti criminosi addebitati agli imputati. Trattandosi infatti di operazioni finanziarie concluse con Enti pubblici territoriali è evidente che presupposto indefettibile della trattativa, prima, e dell'operazione, poi, avrebbe dovuto essere il rispetto dei termini normativi che inquadrano e delimitano in modo netto l'operatività degli Enti nel campo in questione³⁶⁷.

questa circostanza (sempre secondo l'accusa) non sarebbe stata invece sussistente (e quindi sarebbe stata falsamente certificata), atteso sia l'omissione dolosa (sempre da parte dei funzionari delle banche arrangers) della comunicazione dell'esistenza di una consistente quota di profitti occulti (circa 52 milioni di euro) realizzati dalle banche stesse all'esito della operazione in questione, sia l'ulteriore omissione della considerazione (nel calcolo delle passività totali) del valore negativo di mercato del derivato Unicredit (96 milioni di euro), gravante su una consistente parte dei mutui estinti (circa 739 milioni di euro). Infine tale comportamento da parte dei funzionari delle banche, sarebbe stato compiuto in aperta violazione della legge inglese regolante la materia (FSA) , spogliando dolosamente il Comune delle protezioni che il suo ruolo di " intermediate customer" gli garantiva nella trattativa con una controparte di mercato. In questo modo le banche avrebbero conseguito un ingiusto profitto pari ai costi impliciti derivanti dalle operazioni effettuate, con pari danno per il Comune di Milano".

³⁶⁷ Si rinvia a quanto già scritto nel capitolo secondo, in particolare al primo paragrafo. Sull'argomento, pare interessante richiamare un significativo stralcio della motivazione della sentenza in cui si afferma che "le operazioni di ristrutturazione del debito mediante il ricorso al prestito obbligazionario nonché il ricorso a strumenti finanziari derivati sia per l'ammortamento del debito che per la gestione dei tassi di interesse sono da considerarsi interventi di grande delicatezza che coinvolgono, nella gestione del debito dell'ente pubblico, anche le generazioni future e che quindi vanno effettuate nel pieno rispetto della legalità e, in particolare, in presenza di condizioni di natura economico finanziaria che consentano una valutazione certa di convenienza delle operazioni medesime al fine di evitare meccanismi speculativi e assunzione di gravi rischi finanziari ed economici. Per questi motivi, nel rispetto delle principali norme di riferimento (e cioè l'art. 119 della Costituzione e l'art. 41 della L. 448/2001), la Corte dei Conti raccomanda, nella valutazione sulla convenienza dell'operazione, di tenere conto non solo della tipologia e del livello dei tassi di interesse,

Per i giudici milanesi le banche che hanno operato in derivati con il Comune di Milano non hanno rispettato le norme e i principi di corretta condotta finanziaria previsti a protezione del cliente, violando ripetutamente gli obblighi informativi contenuti nella disciplina di settore (Testo Unico Finanze – D.Lgs 24.2.1998 n. 58, artt. 21 e ss³⁶⁸., art 31³⁶⁹ del Regolamento concernente la disciplina degli

ma anche dei costi dell'operazione: "il vantaggio che deve essere preso in considerazione, anche ai fini della sana gestione finanziaria dell'ente, non può essere solo quello meramente finanziario dato dalla differenza fra l'attualizzazione dei flussi dei pagamenti delle passività originarie e quelli della nuova passività, ma deve consistere in una valutazione finanziaria ed economica della complessiva situazione dell'ente, non solo in relazione ai dati finanziari attualizzati dell'operazione ma anche dei rischi che l'ente locale assume con la nuova operazione di indebitamento nonché dell'eventuale allungamento del periodo del debito che vincola l'attività futura dell'amministrazione".

³⁶⁸ L'art 21 del T.U.F recita *Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività . 1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie: a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato; c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati 2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente"*

³⁶⁹ L'art. 31 Regolamento Intermediari Consob dell'1.07.1998, n.11.522 (ora abrogato) prevedeva: *"A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. 2. Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità*

intermediari adottato dalla Consob con delibera 11.522 del
1.7.1998 - applicabile *ratione temporis*)³⁷⁰.

stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”.

³⁷⁰ Vasta è la letteratura in tema di obblighi informativi e sulle conseguenze derivanti dalla loro violazione di cui ci siamo già ampiamente occupati nei precedenti capitoli, in termini esemplificativi v. MARCELLI, *Derivati esotici e Margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, cit., in *Il Caso.it*, II, 326/2012, per il quale “le operazioni di swap vengono predisposte su uno specifico holding period: risultando i costi di intermediazione misurati in rapporto all’intero periodo e ‘caricati’ sulle condizioni dell’operazione, ad ogni rimodulazione l’onere delle precedenti commissioni si cumula con le nuove, aggravando inevitabilmente l’incidenza sul flusso periodico residuo. Al vecchio debito se ne sostituisce uno nuovo che, anche se più favorevole nelle condizioni, genera costi che possono facilmente vanificare la convenienza dell’operazione. Con gli apprezzabili livelli commissionali praticati dagli intermediari è pressoché inevitabile lo squilibrio delle prestazioni e la rapida lievitazione a condizioni di eccessiva onerosità. E’ oltremodo evidente che la misura e l’incidenza dei costi impliciti costituiscono un fondamentale elemento di valutazione che non può essere celato al cliente”; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell’efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr.e Impresa*, 2010, 499 ss. Per l’A. “gli obblighi di informazione “attiva” e “passiva” si trovano in un rapporto di interdipendenza reciproca tale per cui il dovere di informarsi rappresenta l’antecedente logicamente necessario del dovere di informare. Il dovere di informarsi è, inoltre, collegato attraverso un nesso di interdipendenza funzionale anche con il principio di adeguatezza in quanto solo una completa ed approfondita conoscenza delle caratteristiche del cliente e dei prodotti finanziari consente all’intermediario di valutare e quindi scegliere quali prodotti possono considerarsi adeguati al profilo di rischio dell’investitore”; LUISE, *Il dovere di correttezza dell’intermediario finanziario*, op. cit., in *Obbl. e Contr.*, 2010, 10, 696; CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, 6, 1197; FANTETTI, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, op.cit., in *Dir. e prat. soc.*, XI, 2009; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss; PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, op. cit., in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss; GRECO, *Violazione di regole comportamentali tutela: il “subbuglio” giurisprudenziale*, op. cit., in *Danno e resp.*, 2007, pg. 574; PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 93 ss.; PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, 372 ss. In giurisprudenza cfr. Trib. Milano, 23.03.2012, cit., in *www.ilcaso.it* per il quale “l’articolo 21 del TUF dispone che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati debbano comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio gli interessi dei clienti e per l’integrità dei mercati; l’interesse del cliente deve, quindi, sempre costituire il punto di riferimento dell’attività professionale espletata dall’intermediario finanziario e ciò anche quando il cliente abbia sottoscritto la dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato prevista dall’articolo 31 del reg. Consob. I doveri di diligenza, correttezza, trasparenza e di informazione prescritti dall’articolo 21 del TUF nell’interesse dei clienti e della integrità dei mercati impongono all’intermediario il dovere di proporre strumenti finanziari adeguati alle esigenze che il cliente abbia opportunamente manifestato e ciò anche nell’ipotesi in cui questi abbia sottoscritto la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall’articolo 31 del reg. Consob. In proposito, va precisato che la nozione di “adeguatezza” alle esigenze del cliente dello strumento proposto discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del TUF e differisce dalla valutazione di adeguatezza dell’investimento rispetto al profilo di rischio dell’investitore prevista dall’art. 29 del reg.

Sul punto, la posizione del Tribunale di Milano è netta e precisa. Si legge, infatti nelle motivazioni: *“gli istituti bancari che hanno operato nelle vicende di cui ai capi di imputazione non hanno rispettato le norme ed i principi FSA³⁷¹ previsti a protezione dei clienti che non siano classificabili come "market counter party", e cioè controparti di mercato con uguale esperienza commerciale e finanziaria. In particolare sono state disattese le norme che prevedono una adeguata informazione al cliente anche in considerazione della esistenza (indubitabile) di un evidente conflitto di interessi tra le banche stesse identificate come "arrangers" o "advisors"*

Consob”; Trib. Prato, 03.11.2011, cit., in *I Contratti*, 2012, 1, 64; Trib. Bologna, 30.03.2010, cit., in *pluris-utet*”; Trib. Torino, 22.12.2010, cit., in *www.ilcaso.it*; Trib. Bologna 5.2.2008, cit., in *de jure*.

³⁷¹ Il Comune di Milano, nella stipulazione del contratto sottoposto alle regole dalla normativa inglese, avrebbe dovuto godere della tutela dovutagli in forza della qualificazione di *“intermediate customer”* ad esso spettante. In particolare le banche non avrebbero assicurato le protezioni previste per clienti così classificati, protezioni espressamente indicate dalle norme del *“Conduct of Business Sourcebook”*, nonché dai *“Principles”* stabiliti nel *“Financial Services Authority Handbook”* indicata come FSA, e segnatamente consistenti nel tenere in dovuta considerazione gli interessi dei clienti; nel dovere di informare il cliente in modo chiaro, corretto e non fuorviante; nella corretta gestione delle situazioni di conflitto di interessi ed, in generale, nella necessità di *“fornire pareri congrui e decisioni discrezionali ad ogni cliente avente il diritto di fare affidamento sul giudizio del proponente l’operazione finanziaria. L’FSA, già Securities and Investments Board (SIB), successivamente disciplinata dal Financial Services and Markets Act 2000, ha emanato una normativa regolatoria complessiva dei mercati finanziari articolata in Principi, ed implementata a mezzo di specificazioni contenute in ulteriori snodi normativi, tra i quali il manuale “Conduct of Business”, che regola in dettaglio la materia che ci occupa per il tramite sia di norme vere e proprie, denominate “rules” sia di linee guida cui devono adeguarsi i comportamenti degli operatori, denominate “guidance”. Tali norme e linee guida sono contenute nell’FSA Handbook, continuamente aggiornato ed accessibile sul Web, ove è pubblicato ufficialmente, tramite collegamento via Internet. Sul sito *www.fsa.gov.uk*, si legge “The Financial Services Authority (FSA) is an independent non-governmental body, given statutory powers by the Financial Services and Markets Act 2000. We are a company limited by guarantee and financed by the financial services industry. The Board sets our overall policy, but day-to-day decisions and management of the staff are the responsibility of the Executive Committee”.*

*del cliente e, nello stesso tempo, controparti del medesimo*³⁷².

³⁷² Sul duplice ruolo di Advisor ed Arrangers delle banche e sul conflitto di interesse scaturente, si legge ancora nelle motivazioni: *“Si noti, incidentalmente, l'uso del termine Arrangers per definire le banche in entrambe le loro funzioni: cura dell'emissione del bond e controparti nello swap. Questo non aiuta a chiarire quanto i due ruoli siano differenti e con obiettivi diversi. E cioè: gli Arrangers danno un consiglio al Comune sullo svolgimento dell'operazione di swap dove, sono controparti ma si definiscono ancora con lo stesso nome "Arrangers". Il consiglio che le banche danno, se è seguito, diminuisce la possibilità che il Comune possa conoscere il valore effettivo dell'operazione confrontando le proposte degli Arrangers (controparti?) con quelle indipendenti del mercato, in una situazione in cui il profitto degli Arrangers, intesi come controparti, dipende sostanzialmente dalla differenza tra le condizioni di mercato e le condizioni alle quali l'operazione si svolge... Se il Comune si fosse rivolto al mercato per ottenere quotazioni comparative avrebbe ottenuto una misura certo più precisa di quale fosse l'effettiva convenienza economica dell'operazione e avrebbe potuto, riteniamo, iniziare una trattativa con le controparti/Arrangers per ottenere migliori condizioni o, in mancanza di questa possibilità, decidere eventualmente per la non convenienza dell'operazione e seguire altra strada”*. Sull'argomento già affrontato nel terzo capitolo, vedasi ancora Trib. Milano, 19.04.2011, cit., in *I Contratti* 763, 2011. Per il Tribunale ambrosiano *“ la contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati over the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura”*; cfr. anche Trib. Rimini, 12.10.2010, cit., in *Corriere del merito*, 2011, 137 e *www.ilcaso.it*. In dottrina si segnala: MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 03, 280; LENER- LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, op. cit., in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012,I, 390; ACCETTELLA, *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 1, 106; SANGIOVANNI, *Contratto di interest rate swap, danni futuri e tutela cautelare*, op.cit., in *Danno e resp.* 2012, 4,429; GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 6, 794; AUTELITANO, *I derivati conclusi dagli "operatori qualificati": interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione*, op.cit. in *I Contratti*, 2011, 763; LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, op.cit., in *AA.VV., I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI E LENER, Torino, 2011, I vol., 313 ss.; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2011, 11,735.; MAFFEIS, *Contratti derivati*, op.cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 05, 604; GIRINO, *I contratti derivati*, op.cit., Milano 2010, 525 ss; MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2010, 06, 779; INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari- sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, op.cit., in *Corriere giur.*, 2009, 7, 973; ROMEO, *Il conflitto di interessi nei contratti di intermediazione*, op.cit., in *I Contratti*, 2009, 443; CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e*

Per i giudici l'assolvimento degli obblighi informativi imponeva anche *“l'obbligo di comunicazione del prezzo degli strumenti finanziari derivati da parte dell'intermediario nei confronti dell'investitore, obbligo che appare rinforzato dalla esistenza e dalla sovrapposizione nella figura dell'intermediario della qualità di advisor e di controparte, così come nel caso in esame»*³⁷³. La posizione delle banche, sottolinea la sentenza, non è

le iniziative italiane, op.cit., in *Giur. comm.*, 2007, I, 40; BOCHICCHIO, *Ancora sul conflitto d'interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto d'interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, op.cit., in *Contr. e impr.*, 2007, 306; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella Direttiva MiFID*, op.cit., in *Banca borsa, tit. cred.*, 2007, 121 ss; RESCIGNO, *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, op.cit., in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, pg. 99 ss. V. sull'argomento cfr. ancora Corte dei Conti, sezioni riunite in sede di controllo *“Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni”*, dinanzi al Senato della Repubblica, 6^a Commissione - Finanze e tesoro del 18 febbraio 2009, cit. in www.corteconti.it. In ordine all'eventuale problema del conflitto di interessi tra advisor ed intermediario: cfr. Deliberazione n.52 del 17.04.2008, della Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia, cit., in www.corteconti.it/controlli, in cui si legge che *“qualora l'ente non disponga al suo interno di adeguate conoscenze in ordine ai mercati finanziari ed alle possibili modalità di svolgimento di operazioni finanziarie particolarmente complesse, anche in relazione alle finalità che intende perseguire, è opportuno che proceda alla selezione, mediante procedura ad evidenza pubblica, di un advisor dotato di particolare competenza finanziaria che, esaminata la situazione dell'ente e l'obiettivo che intende raggiungere, predisponga il progetto dell'operazione finanziaria. Solamente a seguito dell'esame e dell'approvazione di questo progetto da parte degli organi dell'ente territoriale, quest'ultimo potrà procedere alla gara per la scelta dell'intermediario finanziario con il quale concludere l'operazione. Considerata la sicura competenza in materia finanziaria dell'intermediario finanziario con il quale l'ente intende concludere l'operazione e la particolare natura ed entità degli interessi in gioco occorre che la posizione dell'advisor e quella dell'operatore finanziario vengano distinte nettamente, anche al fine di evitare possibili conflitti di interesse. In questo contesto, sicuramente non risponde alla sana gestione finanziaria dell'ente la scelta di un advisor che studi e predisponga uno specifico intervento e che poi venga incaricato di realizzare l'operazione”*.

³⁷³ Quanto affermato dal Tribunale di Milano trova pieno riscontro nella più autorevole giurisprudenza civile di merito che in più occasioni ha affermato (Trib. Milano, 23.03.2012, cit., in www.ilcaso.it *“i doveri di diligenza e correttezza – prima ancora della trasparenza e informazione – impongono all'intermediario di proporre strumenti finanziari che, al netto del margine ad esso riconosciuto, risultino adeguati alle esigenze del cliente. Tale nozione di “adeguatezza” discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del T.U.F., distinguendosi dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob”*; Trib. Verona, 10.12.2012, in www.ilcaso.it *“l'investitore che, in presenza di un contratto di swap, denunci l'esistenza di commissioni occulte deducendo l'annullamento del contratto per vizio del consenso consistente in dolo, ha l'onere di fornire la prova degli elementi necessari per dimostrare l'esistenza del lamentato vizio della volontà. Qualora la doglianza sia configurabile come*

peraltro di mero conflitto di interesse, da risolvere con una semplice comunicazione alla controparte, ma implica «una contrapposizione di interessi reali», per cui “alle banche, come intermediari autorizzati, compete senza dubbio l'onere informativo di far conoscere al Comune il "prezzo" dei contratti derivati sottoscritti nel giugno del 2005: questo sia in conformità alla normativa citata (art. 32 comma 5 Reg Consob, art. 21 TUF), sia, soprattutto, in corrispondenza di un obbligo di tutela della controparte derivante dalla coesistenza nelle banche medesime di una funzione consulenziale di advisors in uno con quella di controparti. Come consulenti del Comune le banche avevano garantito non soltanto il corretto collocamento del bond, ma anche e soprattutto la convenienza economico

dolo omissivo per avere l'intermediario taciuto l'esistenza di tali commissioni, l'investitore ha l'onere di dimostrare che, con riferimento allo specifico contesto, il silenzio dell'intermediario ha assunto rilevanza in ordine alla determinazione volitiva. Nei contratti di swap, il margine lordo a favore della banca non è di per sé segno di una patologia dell'operazione, almeno che l'importo di esso sia eccessivo e comporti uno sbilanciamento dell'operazione in danno del cliente”; Trib. Udine, 01.07.2011 cit, in www.ilcaso.it, per il quale “ la previsione contrattuale di commissioni implicite (rappresentate dal margine lordo dell'operazione a favore della banca, derivante dall'applicazione al cliente di condizioni contrattuali meno favorevoli di quelle che la banca spunta sul mercato per ricoprire con operazioni di segno contrario il rischio finanziario assunto in rapporto all'operazione posta in essere con l'impresa cliente, che remunera anche il rischio creditizio - o di controparte - che la banca assume nei confronti della stessa, oltre ai veri e propri costi operativi) non determina necessariamente la patologia dell'operazione a danno del cliente, ma può essere valutata come segno di carenza di trasparenza nel comportamento dell'intermediario, valutabile nel contesto della mancanza di adeguatezza dell'operazione o sotto il profilo dell'esistenza di un conflitto di interessi. L'adeguatezza della operazione al profilo del cliente va valutata sulla base delle informazioni assunte ai sensi dell'art. 28 del reg. Consob 11522/98 e "di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati"; l'intermediario deve quindi tener conto sia delle caratteristiche soggettive dell'investitore, che delle caratteristiche oggettive dell'operazione e formulare il giudizio di adeguatezza mettendo in rapporto le une con le altre. Allorché l'intermediario abbia violato l'obbligo di astensione, come nel caso di conflitto di interessi o di operazioni inadeguate, il nesso di causalità deve ritenersi in re ipsa; si deve infatti presumere che, se adeguatamente informato nel rispetto della normativa di "protezione" dettata a sua tutela, l'investitore avrebbe desistito dall'investimento e la violazione dei doveri di diligenza richiesti dalla legge all'intermediario abilitato sposta l'onere di provare il contrario sull'istituto di credito convenuto, che ha colposamente omesso di raccogliere le informazioni necessarie e di considerare la rischiosità dell'operazione, segnalandola alla cliente”.

finanziaria dell'operazione: è evidente che se tale convenienza veniva messa in dubbio dai costi dell'operazione di swap, era loro obbligo informare il Comune di tale evenienza e, se del caso, impedirne la conclusione; è quindi di tutta evidenza la scorrettezza informativa che le banche hanno compiuto nella vicenda in esame: a parere di chi scrive poco importa che tale scorrettezza sia dovuta alla violazione delle norme FSA³⁷⁴ o alle

³⁷⁴ Si rinvia ancora alla lettura della motivazione per comprendere quali regole del diritto inglese, siano state effettivamente violate nel caso di specie. Si legge "occorre allora individuare e descrivere alcune violazioni di grande importanza, poste in essere dagli indagati, alla normativa cogente di diritto inglese richiamata, peraltro sintomatiche dell'esistenza del dolo in capo ai medesimi. Si intende ora fornire un quadro sintetico di tali violazioni, richiamando, per una più compiuta e specifica descrizione di esse, la deposizione in aula del consulente dell'Ufficio del Pm, David Dobell. La normativa inglese prevede una procedura per la classificazione del cliente da parte dell'entità il cui comportamento è regolato, e precisa, al punto del COB 4.1.3, che l'entità regolata deve classificare i soggetti con i quali o per conto dei quali intenda condurre affari di pertinenza, al fine di ottenere un'appropriata applicazione delle regole previste nello stesso COB. Il suo scopo è garantire il fatto che i clienti siano classificati adeguatamente, cosicché le protezioni del sistema regolatorio siano focalizzate su quelle categorie di clienti che ne abbiano maggiore bisogno, mentre consentono un approccio diverso con una controparte professionalmente omogenea. Al successivo punto 4.1.4, si prevede che l'entità regolata deve fare ogni ragionevole passo per stabilire se il cliente sia un cliente, un cliente intermedio, o una controparte omogenea, secondo le definizioni proprie dell'FSA. Sempre tale normativa prevede che un ente territoriale, quale il Comune di Milano, essendo una "local authority" debba essere ritenuto un cliente intermedio, un "intermediate customer", avente pertanto pieno diritto a godere delle protezioni offerte dal sistema regolatorio, protezioni che in appresso si preciseranno. La normativa, tuttavia, prevede la possibilità, da parte dell'ente regolato, di classificare un ente territoriale come "market counterparty", ossia come una controparte professionale omogenea, purché si rispetti una precisa procedura prevista a tutela del cliente. Invero, ai sensi della regola prevista dal COB punto 4.1.12, il soggetto regolato, prima che l'affare abbia inizio, sulla base di questa diversa e nuova classificazione del cliente che intende effettuare, è obbligato: a) ad avvertire per iscritto il cliente che questi sta per essere classificato come una controparte professionale omogenea; b) notificare per iscritto al cliente che egli perderà le protezioni per lui previste dall'ordinamento, in particolare dal COB e dai Principi 6 (interessi dei clienti), 8 (conflitti di interesse), 9 (relazioni di fiducia con i clienti), e 7 (sulla qualità delle comunicazioni con i clienti). Più specificamente va detto che il contenuto dei "Principles", i quali costituiscono vere e proprie "rules", è indicato al punto 2.1.1 dell'FSA Handbook. In particolare, il Principio 6 dispone che il soggetto regolato deve avere il dovuto riguardo agli interessi dei propri clienti e trattarli in modo adeguato. Il Principio 7 dispone che il soggetto regolato deve avere il dovuto riguardo alle necessità di informazione dei propri clienti e comunicarle loro in modo che sia chiaro, appropriato, e non fuorviante. Il Principio 8 dispone che il soggetto regolato deve gestire i conflitti di interesse in modo congruo, sia quelli fra sé ed i propri clienti, che quelli tra un cliente ed un altro. Il Principio 9 dispone che il soggetto regolato deve avere ogni ragionevole cura per assicurare la congruità dei propri consigli e delle proprie decisioni discrezionali per ogni cliente che abbia titolo per fare affidamento sulle sue valutazioni. La regola COB 4.1.12 prevede che,

regole del TUF”³⁷⁵.

una volta posta in essere questa specifica procedura, necessaria e pregiudiziale, in riferimento ad un cliente che sia una autorità locale, qual è il Comune di Milano, deve fare i ragionevoli passi per assicurarsi che gli avvisi scritti richiesti dai precedenti punti a) e b) siano stati consegnati ad una persona legittimata a prendere tale decisione per il cliente, prevedendo inoltre che debba altresì ottenere il consenso scritto del cliente, o comunque essere in grado di dimostrare in altro modo che tale consenso sia stato prestato. Infine, l'entità regolata dovrà avvertire il cliente che si applicheranno ai loro rapporti le regole relative alla condotta professionale tra parti omogenee. Il sistema regolatorio presta molta attenzione alla classificazione del cliente ed alle sue conseguenze in termini di tutela del medesimo. Prevede infatti al punto COB 4.1.15 che questa classificazione debba essere rivista almeno una volta all'anno per assicurarsi che rimanga appropriata in relazione agli affari concordati che il soggetto regolato conduca con, o per, quel cliente. Per sottolineare la completezza del sistema, va richiamato il fatto che il punto COB 4.1.16 prevede che il soggetto regolato debba tenere una documentazione della classificazione decisa per ciascun cliente ai sensi della normativa citata, che includa sufficienti informazioni per supportare la classificazione. E' previsto che tale documentazione debba essere conservata dal soggetto regolato per un periodo non inferiore a 3 anni”.

³⁷⁵ Si legge ancora nella motivazione “se le Banche avessero uniformato i propri comportamenti, come sarebbe stato doveroso, alla normativa dell'FSA, non avrebbero mai potuto stipulare né i negozi relativi all'amortising swap con la struttura collar iniziale né le integrazioni successive, così già integrandosi, peraltro, l'evento richiesto dall'art 640 cp. Invero, le Banche avrebbero dovuto comunicare per iscritto al Comune, prima della stipula dei contratti di cui alle imputazioni, il fatto che l'Ente, se si fosse determinato a concluderli, avrebbe perso le protezioni per esso previste dall'ordinamento inglese regolatore della materia ed alle quali ha diritto, e ciò, peraltro, a fronte di nessun vantaggio da ottenere per l'Ente pubblico in corrispettivo del fatto che si sarebbe trovato spogliato d'ogni tutela dei propri diritti: nessun funzionario che abbia una responsabilità pubblica avrebbe mai potuto accettare una simile condizione e stipulare un contratto. In mancanza di tale comunicazione, sempre le Banche avrebbero dovuto porre in essere tutte quelle cautele tese a garantire all'Ente un procedimento di formazione del consenso più possibile consapevole ed aderente alla realtà e ciò in ragione degli specifici comportamenti doverosi imposti dalle indicate disposizioni extrapenalistiche integrative della norma codicistica. In assenza di tali doverose protezioni, le Banche, in conclusione, hanno realizzato quel silenzio che, come detto, vale ormai ad integrare l'artificio secondo giurisprudenza assodata della Suprema Corte.” Il problema dell'asimmetria informativa - già ampiamente affrontato nei capitoli precedenti - assume particolare significato nei derivati. Sul punto in termini meramente esemplificativi v. ROMEO, *Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole*, op.cit., in *Obbl. e Contr.*, 2012, 6, 440. L'A. osserva “come nel settore dell'intermediazione finanziaria sia fondamentale, pertanto, risulta l'esigenza di predisporre una tutela ritagliata sul singolo investitore e quindi capace di guardare oltre l'assolvimento degli **obblighi** regolamentari. Atteso l'esasperato tecnicismo che connota la materia in esame, infatti, appare pressoché impossibile risolvere l'**asimmetria** cognitiva tra intermediario e investitore per il tramite di adempimenti meramente cartacei. L'informazione, viceversa, per svolgere appieno le sue funzioni deve essere «elastica, ritagliata sul profilo e sui desideri del cliente, calibrata rispetto alle particolarità del rapporto”; TAROLLI, *I derivati O.T.C. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in *Finanza, derivata, mercati e investitori*, op. cit., a cura di CORTESE, SARTORI, Collana, Iura, Edizioni ETS, Pisa, 2012 111 ss; GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op. cit., in *Banca, borsa tit. cred.* 2011, 4, 509; PISAPIA, *La invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, op.cit., in *I Contratti*, 2011, 3,244. VESENTINI, *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2010, 825 ss; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema*

dell'efficacia delle regole informative, op.cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss.; FANTETTI, *Contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2010, 11, 739; LUBERTI, *Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali*, op. cit., in *Giur. it.*, 2010, 202 ss; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op. cit., in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.; SALATINO, *La diffusione dei contratti di swap nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, op. cit., in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 116 ss.; GRECO, *Intermediazione finanziaria e regole d'informazione: la disomogeneità del quadro rimediabile e la "tranquillità" della tradizione*, op.cit., in *Resp. civ. prev.*, 2010, 2561 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, op.cit., in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; AMBROSINI-DEMARCHI, *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, op.cit., Milano, 2009, 291; MEUCCI, *Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, op. cit., in *Obbl. e Contr.*, 2008, 4, 341 ; FANTETTI, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. e prat. soc.*, XI, 2009; SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Rimini, 2009, 35 ss. L'A. osserva "l'asimmetria informativa riguarda non solo e non tanto la capacità di leggere e comprendere il contenuto di un contratto, quanto la capacità, abissalmente diversa, di prevedere gli sviluppi del mercato finanziario e dunque, di volta in volta. L'andamento futuro di un dato derivato. Le norme imperative di garanzia tutelano il contraente più debole proprio in questa prospettiva: non perché lo si ritiene meno dotato di intelletto ma perché oggettivamente le due parti contrattuali non dispongono degli stessi strumenti per valutare la convenienza di un contratto speculativo" ; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, op. cit., in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss; PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 93 ss.; GALLO, *Asimmetrie informative e dovere di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 644.; PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, 372 ss.; GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno*, op.cit., in *Europa e dir. privato*, 2001, p. 277. Sull'argomento si segnala la lettura della Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009, emessa in sede di definizione MiFID di Livello III, la quale ha dettato alcune norme di trasparenza e di comportamento per il collocamento al pubblico dei prodotti illiquidi, fra cui i derivati OTC. Premessa dell'Autorità di Vigilanza è che "a differenza che per i prodotti per i quali la trasparenza su valori e costi è garantita da caratteristiche intrinseche" – quali potrebbero essere i derivati quotati nei mercati regolamentati (Exchange Traded) – nel caso di operazioni aventi ad oggetto strumenti per i quali non esistono condizioni di scambio trasparenti ed efficienti è necessario che gli intermediari prestino particolare attenzione ai presidi di disclosure nella relazione con la clientela". Per tali motivi, è fatta raccomandazione agli intermediari di "effettuare la scomposizione (c.d. unbundling) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita – che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente". Tali misure di disclosure dovrebbero, come ricordato dalla stessa Commissione, permettere il mantenimento di una corretta relazione tra intermediario e cliente, preservare la fiducia nel sistema finanziario, mitigando gli eventuali effetti indesiderati dell'innovazione senza con ciò ostacolarne lo sviluppo. Nella stessa Comunicazione, con riferimento specifico all'operatività in derivati, la Consob ha fornito ulteriori indicazioni in merito alla valutazione di adeguatezza. In particolare nel valutare l'adeguatezza di un'operazione, l'intermediario deve porre "particolare peso al "periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento" (cfr. art. 39, comma4, Reg. 16190), come rilevato dall'intermediario nella ricognizione informativa sulle caratteristiche del medesimo. Per le operazioni in questione, il parametro costituito dall' "holding period" del cliente, normalmente non unico, deve infatti

Dalla lettura delle motivazioni si evince chiaramente che l'obbligo di informazione e trasparenza delle Banche si pone anche in relazione alle c.d. commissioni implicite.

Se è vero che all'intermediario sono imposti obblighi di informazione, (ex art. 21 T.U.F.) circa la natura, i rischi e le implicazioni dell'operazione, con riguardo alla negoziazione di prodotti derivati, tali obblighi devono tradursi anzitutto nella puntuale illustrazione al cliente dei meccanismi del prodotto, in maniera tale che, prima di sottoscrivere il contratto, il cliente sia correttamente informato sull'idoneità dello strumento finanziario a perseguire le finalità di copertura richieste; gli obblighi di informazione in questione devono, altresì, tradursi nell'indicazione chiara dei reali costi della struttura, ivi compresi quelli di produzione del derivato addebitati al cliente ed il margine effettivamente lucrato

assumere autonomo rilievo ai fini delle valutazioni di adeguatezza. Esso andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo. Dovranno così ritenersi di norma inadeguate, e come tali non oggetto di raccomandazioni, le operazioni in strumenti illiquidi per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata "anagrafica" del prodotto. Il gap temporale tra "durata anagrafica" dello strumento finanziario e "orizzonte temporale di investimento" assumerà rilevanza tanto più ridotta quanto maggiore sarà l'effettivo grado di liquidabilità del prodotto tracciato dalla procedura di valutazione dell'adeguatezza dell'intermediario". Ed ancora per la Consob la valutazione di adeguatezza deve essere condotta con particolare riguardo ai diversi fattori che possono incidere sul costo del derivato e che non sono immediatamente percepiti dal cliente. L'intermediario deve inoltre tenere in debita considerazione il livello dei "costi di struttura", cosiddetti "*upfront*". In linea di principio, deve ritenersi inadeguato l'acquisto di un derivato con elevati costi di struttura, per un cliente che abbia dichiarato un "*holding period*" inferiore al periodo necessario per ammortizzarli.

dall'intermediario che si ponga come controparte diretta³⁷⁶.

Nel caso di specie tali obblighi sono stati completamente disattesi dalle banche arrangers *“che hanno trattato la controparte in modo sostanzialmente e formalmente scorretto, approfittando di una situazione asimmetrica che, invece, avevano il dovere di riequilibrare”*. Cionondimeno altrettanto censurabile - per il Tribunale di Milano - è la condotta tenuta dal Comune di Milano nell'intera operazione di ristrutturazione. Nelle motivazioni della sentenza si afferma che *“non può dubitarsi che il Comune non si sia comportato in nessun momento della operazione poi conclusa come un "operatore qualificato" o, per dirla con la*

³⁷⁶ Cfr. Trib. Novara, 19.07.2012, in www.ilcaso.it *“Affinché le operazioni in interest rate swap e, più in generale, quelle in strumenti finanziari derivati, possano definirsi con funzione di copertura di specifici rischi e non meramente speculative, devono essere osservate le prescrizioni di cui alla comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999, tra le quali vi è la elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e lo strumento finanziario utilizzato. In proposito, va rilevato che nel caso di un contratto di leasing immobiliare con canoni a cadenza trimestrale, al fine di determinare la correlazione tra il contratto di swap ed il rischio che si intende assicurare, risulta decisivo il timing dei flussi, giacché una apprezzabile discrasia tra le scadenze dei pagamenti e la conseguente inevitabile variazione dei tassi che si verifica in tale lasso di tempo potrebbe impedire l'effetto di copertura”*; Trib. Pescara, 03.10.2012, cit. in www.ilcaso.it per il quale *“l'obbligo di informazione e trasparenza della Banca si pone anche in relazione alle c.d. commissioni implicite, individuabili nella differenza (non riequilibrata con il ricorso ad up front) fra il mark to market (inteso quale valore di mercato del contratto stimato attualizzando i flussi di cassa attesi) dei pagamenti dell'Ente ed il mark to market dei pagamenti in capo alla Banca. Il diritto dell'intermediario alla maturazione di commissioni atte a remunerare l'attività di allestimento della struttura ed il rischio insito nelle operazioni in conto proprio è in contrasto con la pattuizione contrattuale che escluda la possibilità di porre commissioni a carico del cliente il cui addebito si configurerebbe come indebito pagamento”*; Trib. Pescara, 24.10.2012, in www.ilcaso.it. Secondo cui *“nell'ambito dei contratti di swap, il pagamento di commissioni volte a remunerare il servizio offerto dall'intermediario deve essere espressamente pattuito in quanto si tratta di oneri che non trovano giustificazione in relazione allo strumento contrattuale di un negozio aleatorio di scambio, a base commutativa, la cui causa è configurabile nello scambio di pagamenti assunti con due parametri differenti, nell'ambito del quale è previsto il meccanismo dell'up front in favore della parte onerata dell'IRS non par, quale indice di rischiosità del prodotto ed anche il corrispettivo da pagare per uscire dal contratto. In tale contesto, non vi è spazio per il riconoscimento di un lucro costituito dalla differenza del MTM di stipula del nuovo contratto al netto del MTM di estinzione del contratto rinegoziato”*.

terminologia inglese, come un "market counter party: affidare la creazione e la gestione del contratto di swap alle stesse banche che gestivano come arrangers il collocamento del bond è stata una ingenuità formidabile che, sebbene causata anche dall'interessato consiglio degli arrangers medesimi, dimostra in modo assai chiaro quale fosse la capacità contrattuale del Comune e la chiarezza informativa dispiegata nella vicenda".....accettare come corretto un calcolo di convenienza economica fatto e rifatto sì da banche consulenti, ma anche controparti, è stata una leggerezza imperdonabile ..il comportamento del Comune di Milano nella vicenda in esame è stato, a dir poco, non all'altezza della situazione: questo costituisce certamente una colpa da parte del Comune, ma, come si è detto e qui si ripete, questa colpa si specchia in modo evidente sull'altra faccia della trattativa e costituisce la più formidabile prova della " incapacità" del Comune e, quindi, la sua evidente impossibilità ad essere considerato e trattato come un operatore qualificato" ³⁷⁷.

³⁷⁷ Sulla complessa questione della natura di operatore qualificato si rimanda alla lettura del capitolo secondo, terzo paragrafo ed alle note a pie di pagina ivi contenute. In termini esemplificativi si segnala. GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, op.cit., in Banca, borsa tit. cred. 2011, 4, 509; BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, op.cit., in Banca, borsa tit. cred., 2011, 3, 281; CLARIS APPIANI, *Valore probatorio della <<dichiarazione di operatore qualificato>> e doveri di informazione passivi dell'intermediario*, in Giur. comm., 2011, II, 276; AUTELITANO, *I derivati conclusi dagli "operatori qualificati": interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione*, op.cit., in I Contratti, 2011, 8-9, 761; BALZOLA, *L'operatore qualificato nel regolamento intermediari Consob*, op. cit., in Giur. comm, 2011, II, 1263;

Giova ricordare che per i derivati stipulati prima dell'entrata in vigore del Regolamento Consob attuativo della direttiva Mifid (2/11/2007), le Banche avevano fatto sottoscrivere una dichiarazione al Comune di Milano in cui quest'ultimo affermava di avere una specifica conoscenza degli strumenti finanziari, mentre invece non era così, come osserva il Tribunale di Milano, secondo cui: *“il Comune di Milano, pur essendosi dichiarato in una precedente operazione “operatore qualificato”, non aveva, con tutta evidenza, una caratura finanziaria e commerciale tale da garantire la corrispondenza tra tale dichiarazione e la realtà: le banche, quindi, avrebbero dovuto rendersi conto di tale situazione e non approfittarsene”*.

Occorre tuttavia osservare che l'essere operatore qualificato non implica il venire meno della tutela prevista dalla normativa di settore.

GRASSELLI, *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di <<operatore>> qualificato*, in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss; OREFICE, *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa*, op.cit., in *I Contratti*, 2011, 250 ss; GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., Milano, 2010, 308 ss; SANGIOVANNI, *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti territoriali*, op.cit., in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, 21; LA ROCCA, *Gli «operatori qualificati» in Cassazione: un altro capitolo del difficile rapporto della Suprema corte con il diritto privato del mercato finanziario*, op.cit., in *Società*, 2010, 312; TATOZZI, *La nozione di <<operatore qualificato>> tra vecchie incertezze interpretative e nuovi assetti normativi*, in op.cit., *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, 205; SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoresponsabilità del dichiarante*, op.cit., in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss; MEUCCI, *“Operatore qualificato” nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MIFID*, op.cit., in *Obbl. e contr.*, 2008, 348; In giurisprudenza, v. Trib. Vicenza, 29.01.200, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Vicenza, 12.02.2008 cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Rovigo, 3.03.2008 cit., in *www.ilcaso.it.*; App. Trento, 05.03.2009, in *Giur. merito*, 2009, 1512; Trib. Torino, 18.09. 2007, n. 5930, cit., in *Giur. it.*, 2008, 1165; Trib. Novara, 18.01.2007, cit., in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, II, 57 ss.; App. Milano, 12.10.2007, cit., in *Giur. it.*, 2008, 1164; Trib. Forlì, 11.7.2008, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Venezia, 25.10.2007, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Rimini, 23.3.2005, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Monza, 8.1.2007, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Mantova, 12.7.2004, cit., in *www.ilcaso.it.*; Trib. Milano, 11.7.2005, cit., in *www.ilcaso.it.*

I doveri di diligenza, correttezza, trasparenza e di informazione³⁷⁸ prescritti dall'art. 21 del D.Lgs. n. 58/1998 (T.u.f) nell'interesse dei clienti e della *integrità dei mercati*³⁷⁹ impongono all'intermediario il

³⁷⁸ Si rammenta che nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, la violazione dei *doveri d'informazione* del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario, può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti. La medesima violazione può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. Sul punto si veda quanto già detto nella nota 247, in termini esemplificativi cfr. ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell'informazione*, op.cit., in *Resp. civ.*, 2012, 3, 173; SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi*, op.cit., in *I contratti*, 2007, 429; POLIANI, *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, op.cit., in *I Contratti*, 2006, 645; SCODITTI E., *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, op.cit., in *Foro it.*, 2006, I, 1105; ROPPO V. - AFFERNI G., *Dai contratti finanziari ai contratti in genere, punti fermi della cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, op.cit., in *Danno e responsabilità*, 2006, 29; SANGIOVANNI V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, op.cit., in *I Contratti*, 2006, 1133. In giurisprudenza cfr. ex multis Trib. Parma, 09.01.2008, cit. in *www.ilcaso.it*; Trib. Palermo, 13.02.2008, cit., in *www.ilcaso.it*; Appello Torino, 19.02.2008, cit., in *Le Società*, 2009, 55; Trib. Rimini, 21.07.2007, cit., in *www.ilcaso.it*; Trib. Oristano, 12.06.2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania 23.01.2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 29.05.2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Cosenza, 01.03.2006, in *www.ilcaso.it*.

³⁷⁹ Sul punto cfr. SANGIOVANNI, *Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 11, 759; FANTETTI, *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, in *Resp. civ.*, 2011, 11,751; ZANARDO, *La violazione degli obblighi di comportamento a carico degli intermediari nella prestazione di servizi di investimento: una questione ancora aperta?* in *Resp. civ.*, 2011, 1, 25. L'A. osserva che "è ben vero che l'attribuzione della qualità di *operatore qualificato* è subordinata alla sussistenza di un duplice requisito: il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari e l'espressa dichiarazione per iscritto, da parte del legale rappresentante della società, di tale possesso. Tuttavia, poiché l'art. 31, 2° co., reg. n. 11522/1998 non fa alcun riferimento né alla corrispondenza tra quanto dichiarato e la condizione effettiva del dichiarante, né alla necessità di un suo accertamento da parte dell'intermediario, il fatto della corrispondenza al vero del contenuto della dichiarazione non è circostanza che deve essere accertata dall'intermediario, essendo quest'ultimo, per contro, legittimato a fare affidamento su quanto comunicatogli. Del resto, la mancanza di alcuna precisa definizione regolamentare degli elementi e requisiti valutabili a tal fine renderebbe particolarmente incerta e «opinabile» detta valutazione. Verso questa soluzione spinge anche la considerazione che, relativamente alle persone fisiche, l'art. 31, 2° co., reg. n. 11522/1998 richiede che le stesse, per essere considerate operatori qualificati, documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal t.u.f. per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare. Il quadro così tratteggiato trova un correttivo, pur in mancanza di una specifica previsione normativa, nell'*exceptio*

dovere di proporre strumenti finanziari adeguati alle esigenze che il cliente abbia opportunamente manifestato e ciò anche nell'ipotesi in cui questi abbia sottoscritto la dichiarazione di *operatore qualificato* prevista dall'articolo 31 del reg. Consob.

Ne consegue che, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori l'interesse del cliente deve, quindi, sempre costituire il punto di riferimento dell'attività professionale espletata dall'intermediario finanziario e ciò anche quando il cliente abbia sottoscritto la dichiarazione autoreferenziale di *operatore qualificato* prevista dall'art. 31 del reg. Consob³⁸⁰.

Per quanto attiene al reato di truffa³⁸¹ contestato ai funzionari delle banche Arrangers, il Tribunale di Milano osserva che “non può esservi

doli. Più precisamente, l'appartenenza del cliente alla categoria degli operatori qualificati non potrà essere fatta valere dalla banca, ai fini della non applicabilità delle regole di condotta di cui all'art. 27 ss. reg. n. 11522/1998, ove la stessa sia a conoscenza (o, eventualmente, possa esserne a conoscenza usando la diligenza richiesta dalla natura dell'attività esercitata), al momento della conclusione del contratto, della non perfetta corrispondenza tra la dichiarazione del cliente e l'effettiva situazione di fatto. Inoltre, in ossequio a quanto previsto dall'art. 21, 1° co., t.u.f. – il quale detta criteri generali in materia di prestazione di servizi di investimento e accessori –, e in particolare dalla lett. a) di detto articolo, nonché, in via generale, dagli artt. 1175 e 1337 c.c., sembra più corretto, anche dal punto di vista sistematico, ritenere che gli intermediari siano comunque tenuti ad informare il cliente, nella fase di conclusione del contratto di investimento, del significato della sua dichiarazione e delle conseguenze da essa derivanti sotto il profilo in esame; ciò, nonostante l'art. 31, 2° co., reg. n. 11522/1998 nulla dica, espressamente, in proposito”; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, op.cit., in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss.

³⁸⁰ In particolare cfr. ancora Trib. Milano, 23.03.2012, cit., in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 19.04.2011, cit., in *www.ilcaso.it*.

³⁸¹ Sull'argomento cfr. note 345 e 346 e la vasta letteratura e giurisprudenza ivi richiamate. In ogni caso v. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 03, 280; FANELLI, *La truffa: le problematiche più controverse*, op.cit., in *Giur. merito* 2011, 04, 1152; ANDREA ZAMAGNI- CEDRINI, *La clausola “up front” non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola di tribunale e anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovraindebitarsi*, op.cit., in *Diritto e Giustizia* 2010, 0, 75; FANTETTI, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 6,428. In giurisprudenza cfr. Cass. pen.15.10.2009, n.43347, in *Resp. civ.*, 2010, 6,426, per la quale “il delitto di truffa, nella forma cosiddetto contrattuale, non si consuma nel momento in cui il soggetto passivo, per effetto degli artifici

dubbio sulla esistenza commissiva di artifici e raggiri da parte delle persone fisiche che trattarono con il Comune di Milano tra il maggio del 2005 e l'ottobre del 2007 in merito ai contratti poi conclusi con lo stesso : laddove per artifici devono intendersi i calcoli di convenienza economica effettuati dagli Istituti arrangers tra il maggio ed il giugno del 2005, ai sensi e per gli effetti dell'art. 41 L.448/01 (calcoli, come si è detto viziati , attesa la mancata inclusione negli stessi dei costi impliciti ed espliciti gravanti sulle operazioni), e per raggiri tutta l'attività di convincimento effettuata nel corso della trattativa intercorsa fino alla conclusione dei contratti di swap (in particolare qui viene in evidenza la Nota consolidata del 21 giugno del 2005 nella quale le banche Arrangers esplicitamente sconsigliavano il Comune di confrontare le condizioni offerte dalle banche medesime con altre possibili controparti) al fine di indurre l'ente a chiudere i contratti "a condizioni di

o raggiri, assume l'obbligazione della dazione di un bene economico, ma al momento in cui si realizza l'ingiusto profitto da parte dell'agente con la conseguente perdita economica da parte della persona offesa. E', tuttavia, anche necessario che il profitto dell'azione truffaldina entri nella sfera giuridica di disponibilità dell'agente, non essendo sufficiente che esso sia fuoriuscito da quella del soggetto passivo...Nella specie, il momento consumativo della truffa coincide con quello della effettiva realizzazione dell'ingiusto profitto che va individuato nel termine di scadenza annuale delle singole operazioni, a seguito del quale si realizza il consolidamento, in termini economici, dell'operazione contrattuale, con l'inserimento della corrispondente partita di debito nel conto del cliente, in ragione della natura di reato a consumazione prolungata a cui corrisponde il profitto ingiusto a favore della banca. Con l'addebito delle passività i rapporti illegittimamente instaurati hanno avuto esecuzione, concretandosi l'offesa al patrimonio, avendo gli scoperti di conto corrente immediate conseguenze economico-patrimoniali negative quali, ad esempio, la natura compensativa delle passività dei successivi versamenti in conto e la difficoltà di ottenere nuovi affidamenti bancari....la truffa contrattuale, sia a consumazione istantanea o prolungata, come nella fattispecie richiede, infatti, anche il requisito della "ingiustizia" del profitto, termine di qualificazione dell'evento riflettentesi nel dolo dell'agente, che, avendo natura di elemento normativo integrativo della fattispecie, va individuato aliunde in modo autonomo rispetto all'illiceità del fatto offensivo, essendo già frutto della scelta di repressione penale della condotta criminosa - mediante le altre indicazioni dell'ordinamento extrapenale. L'ingiusto profitto va ravvisato quando un vantaggio, un'utilità o un incremento patrimoniale (che, nei reati nei quali è previsto come elemento costitutivo anche il danno, rappresenta concettualmente sul versante del soggetto attivo l'aspetto speculare dell'arricchimento ingiusto, in una un'accezione economica - conseguito dall'autore a fronte del pregiudizio subito dalla vittima)".

mercato comparabili e complessivamente convenienti dal punto di vista economico e finanziario per il Comune".

*Pertanto, i giudici milanesi ritengono "integrato il reato di truffa contestato da parte di quei funzionari delle banche arrangers che consapevolmente approfittando delle condizioni di urgenza in cui il contraente Comune di Milano si trovava ad operare, con artifici e raggiri consistiti nel far credere allo stesso Comune che esistesse la convenienza economica nelle operazioni che si andava ad intraprendere e che sono state poi concluse (non considerando nel suddetto calcolo i costi impliciti e parte dei costi espliciti del complesso delle operazioni), inducevano in errore il contraente medesimo sulla fattibilità della operazione stessa, causando al Comune un danno pari al profitto illegittimamente acquisito all'esito della stipula dei contratti; con dolo consistito, tra l'altro, nel trattare il contraente in modo non corretto sulla base delle norme FSA o TUF regolanti la materia, facendogli perdere quelle garanzie allo stesso normativamente riconosciute negli ambiti legislativi indicati; infine dovendosi ritenere che, nel caso in questione, la banche arrangers avessero la doppia funzione di consulenti (advisors) e controparti dei contratti, e quindi avessero nei confronti dell'ente dei precisi obblighi di tutela e di corretta informazione"*³⁸².

³⁸² Vedi nota sub 17). V. sull'argomento cfr. Corte dei Conti Lombardia Sez. contr., 26.10.2007, n. 596, cit., in *Azienditalia*, 2008, 5, 414, per la quale "i contratti relativi a *derivati finanziari* sottoscritti dagli enti locali (anche previa attestazione circa il possesso, da parte dei medesimi, della qualifica di "operatore qualificato") devono: i) essere sottoposti all'esame del Dipartimento del Tesoro, a cui va riconosciuto un lasso di tempo adeguato per le prescritte verifiche di regolarità contabile e di opportunità; ii) sostenere adeguate aspettative di *convenienza economica* sulla base di elementi congruenti ed oggettivi; iii) essere accompagnati da appositi stanziamenti nei bilanci di previsione tali da garantire la puntuale copertura dei relativi effetti"

In conclusione, per il tribunale *“il Comune di Milano non solo ha concluso una serie di operazioni in condizioni finanziarie di netto svantaggio, ma lo ha fatto solo e soltanto perché rassicurato e garantito sulla effettiva legittimità delle stesse ai sensi dell'art. 41 L.448/ 01. Il Comune, se messo in condizioni di conoscere con completezza i costi impliciti ed espliciti delle operazioni che stava intraprendendo, non solo avrebbe potuto accorgersi della loro non economicità (e conseguentemente decidere di non effettuarle) ma avrebbe dovuto fermarsi non essendo le stesse in regola con le norme fondanti la loro esistenza e legittimità. E quindi non vi è dubbio sulla rilevanza della induzione in errore ai fini penalistici richiesti”*.

Certamente la sentenza del Tribunale di Milano rappresenta una tappa fondamentale nell’ambito del contenzioso avviato già da alcuni anni tra Enti Locali e Banche aventi ad oggetto contratti derivati.

Si tratta di una delle prime sentenze di condanna penali al mondo nei confronti di Istituti bancari per la più grossa emissione di bond in Europa di tutti i tempi, come si legge nelle motivazioni della sentenza³⁸³.

³⁸³ Si legge in sentenza *“è evidente (perlomeno con il senno di poi, e cioè con lo sguardo inevitabilmente storico di chi giudica tali fatti ex post) che i funzionari bancari che hanno operato in simili condizioni storiche ed economiche , lo hanno fatto in quanto , in qualche modo, "indotti" dal clima complessivo che essi respiravano : guai a lasciarsi sfuggire un cliente importante come il Comune di Milano, guai a non far parte della più grossa emissione di bond in Europa di tutti i tempi, e, quindi, guai a non gestire in modo piuttosto disinvolto i calcoli di convenienza, gli swap inevitabilmente connessi all'emissione del bond e quant'altro offriva il mercato in quel periodo storico ed in quelle condizioni economiche. Insomma, le persone in questione hanno certamente commesso i reati che vengono loro contestati , ma lo hanno fatto (e non sembri un paradosso) quasi "per dovere", inserite in una sorta di coazione professionale a cui non hanno comunque avuto la forza di sottrarsi”*.

Sarà davvero interessante verificare quanto dell'intero impianto accusatorio elaborato della Procura di Milano e recepito dal Tribunale di Milano resisterà ai vari gradi di giudizio.

In ogni caso, la sentenza milanese rappresenta una straordinaria lezione di diritto dei mercati finanziari, nella parte in cui il giudicante si occupa *funditus* degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario che, nella vicenda in esame, riconosce essere stati totalmente disattesi. Per la prima volta, tra questi, viene esplicitato l'obbligo di informare la controparte sulla convenienza economico finanziaria dell'operazione, che il tribunale ricava dalla coesistenza nelle banche medesime di una funzione consulenziale di *advisors* in uno con quella di controparti.

Ciò in considerazione anche della natura di questa tipologia di contratti, aventi caratteristiche fortemente aleatorie, tanto più per le finanze di un'amministrazione pubblica³⁸⁴.

³⁸⁴ Sul punto cfr. Corte Costituzionale, 28.03.2012, n.70 in *Foro it.*, 2012,5,1,1288 con nota di D'AURIA. Nella nota di richiami, l'A. osserva come "la Corte Costituzionale, con riferimento alla mancata previsione di copertura finanziaria di oneri imprevisti derivanti da contratti derivati stipulati dalla Regione Campania, ha affermato che le norme introdotte hanno, tra l'altro, la finalità di garantire che le modalità di accesso ai contratti derivati da parte delle Regioni e degli enti locali siano accompagnate da cautele in grado di prevenire l'accollo da parte degli enti pubblici di oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione. In definitiva, secondo la Corte, proprio le peculiari caratteristiche di tali strumenti hanno indotto il legislatore statale a prevedere, limitatamente alle contrattazioni in cui siano parte le regioni e gli enti locali, una specifica normativa non solo per l'accesso al relativo mercato mobiliare, ma anche per la loro gestione e rinegoziazione, che presentano, parimenti, ampi profili di spiccata aleatorietà in grado di pregiudicare il complesso «delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per il raggiungimento di finalità di carattere, appunto, pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività. Per la Corte non è accettabile l'indicazione di una copertura finanziaria che non sia fondata sulla «analitica definizione» degli oneri implicati dagli stessi contratti e dai loro possibili sviluppi applicativi (in ragione di possibili rinegoziazioni), nonché su «appropriate informazioni» circa le possibili opzioni contrattuali; il tutto, a fini informativi circa l'andamento dell'indebitamento pubblico in ambito nazionale e per consentire di «verificare che

l'impostazione e la gestione del bilancio [dell'ente] siano conformi alle regole di sana amministrazione», tenuto conto che si tratta di contratti aleatori e pluriennali, suscettibili di determinare alterazioni significative degli equilibri finanziari regionali, «soprattutto in relazione alla prevenzione di possibili decisioni improprie, le quali potrebbero essere favorite dall'assenza di precisi ed invalicabili parametri di riferimento». La sentenza richiama, a questo proposito, la continuità della giurisprudenza costituzionale nell'affermare «la forza espansiva dell'art. 81, 4° comma, Cost. nei riguardi delle fonti di spesa di carattere pluriennale» caratterizzate da componenti variabili e complesse».

CAPITOLO QUINTO

La regolamentazione degli strumenti finanziari derivati negli U.S.A.

Cenni ad una recente sentenza della Corte Federale di Sidney.

1.-Il mercato finanziario statunitense prima del Sarbanes Oxley Act

L'ordinamento degli Stati Uniti d'America costituisce un campo d'indagine di particolare interesse per una ricerca che abbia ad oggetto la tematica sulla diffusione e l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati.

Ciò, anzitutto, per la ragione che il sistema finanziario statunitense è stato tradizionalmente caratterizzato dalla predominanza del ruolo svolto dal mercato dei capitali rispetto all'intermediazione creditizia. Soprattutto dopo la crisi del '29, ma anche in precedenza, esso è stato sottoposto ad una regolamentazione che ha comportato un'eccessiva specializzazione funzionale ed una rigida limitazione dell'espansione territoriale³⁸⁵.

³⁸⁵ Per comprendere il sistema finanziario americano, occorre partire dalla crisi del 1929, preludio della *Great Depression* degli Anni '30, anche perché diversi sono gli elementi di somiglianza delle crisi del 2007 con i precedenti dissesti finanziari, come evidenziato da non pochi economisti. Cfr. KAY J., *"The same old folly starts a new spiral of risk"*, in *Financial Times*, 14 August 2007. Così come allora, a fronte di un lungo periodo di gestazione della crisi, si scelse quale data simbolo il 24 ottobre 1929, definito il "giovedì nero", allo stesso modo il 9 agosto 2007, in cui l'indice S&P ha perso tra l'1 ed il 3% ed i mercati interbancari americani ed europei sono andati in sofferenza, è stato ribattezzato il "giovedì nero" della crisi *subprime* pur se i segnali forti di cedimento erano visibili da almeno un paio di mesi. Con riguardo alla crisi del '29, il 24 ottobre fu senz'altro un giorno significativo, in quanto alla borsa di New York 12.894.650 azioni furono "svendute" in un clima di totale panico. In merito scrive Galbraith "Il più impenetrabile dei misteri di borsa è perché ci sia un acquirente per ogni operatore che cerca di vendere. Il 24 ottobre 1929 dimostrò che ciò che è misterioso non è inevitabile. Spesso non si trovavano acquirenti, e solo dopo vertiginosi ribassi si riuscì a indurre qualcuno all'acquisto" (Cfr. GALBRAITH J.K., *Il grande crollo*, Rizzoli, Milano, 2002 (ed. orig. 1954) p. 93). Sull'argomento cfr. MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 48 ss; DI TARANTO, 1929-2009. *Dal crollo di Wall Street alla crisi dei mercati finanziari*, in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV, Milano, 2010, 1150 ss; DE LUCA, *La*

Se vi si aggiunge la complessità della struttura regolatoria a cui era sottoposto, caratterizzata dal sovrapporsi di agenzie federali e statali, ne è derivato un minor grado di intermediazione bancaria rispetto ad altri paesi (quelli europei in generale e l'Italia in particolare)³⁸⁶.

Il mercato degli strumenti finanziari nordamericano cominciò ad essere regolamentato dopo il crollo della borsa nel 1929: fra il 1933 ed il 1940 il Congresso emanò alcuni *Statutes* (regolamenti) volti a disciplinare i vari aspetti del mercato degli strumenti finanziari. La regolamentazione degli strumenti finanziari in USA si articola su due livelli: il *primary market* concernente la regolamentazione relativa all'emissione di strumenti finanziarie ed il *secondary market* relativo invece alla disciplina delle operazioni di negoziazione fra gli investitori e gli intermediari finanziari successive all'emissione³⁸⁷.

Tutela del risparmio negli USA, in *Diritto.it*, 9.7.2009; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss; DE CARLO, *La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari in USA*, in *Le Società*, 2003, 249; MUSOLINO, *Stati Uniti*, Bancaria editrice, 1996, 43 ss. Per la letteratura straniera v. A. W. A. BOOT, "The Stability of the Banking Sector: Dealing with Marketability and Complexity", with MATEJ MARINC, published in French in: *Revue d'économie financière*, Nr. 106, June 2012, pp. 171-194; FENTON, REINHART (a cura di), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, part II, June-December 2008, in *VoxEu.org*. (<http://www.voxeu.org>); J. SELIGMAN, H.J. GOLDSCHMID, *System is working*, in *National Law Journal Online*, 23 aprile 2007 in www.nlj.com; VA. W. A. BOOT, *Regulation and the Evolution of the Financial Services Industry*, (with T.T. MILBOURN and S. DEZELAN), *Topics in Corporate Finance*, 2, 2000, 25-41; G. KAUFMANN, *The US Financial System, money markets and institutions*, Prentice hall, 1995;

³⁸⁶ CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, 01, 40;

³⁸⁷ Per un quadro del sistema bancario americano cfr. MISHKIN, EAKINS, FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Bologna 2007, 480 ss; CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, 01, 40; DE CARLO, *La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari in USA*, op. cit., in *Le Società*, 2003, 249; VITALE, *America punto a capo*, Milano 2002, 2 ss; MACE, *L'evoluzione del sistema bancario degli Stati Uniti*, Bancaria, 1987, fasc.1., pag. 18. Per la letteratura straniera cfr. D. MARTIN, *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, in SSRN, 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324349; ROE, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton Univ. Press-Princeton, 1994, trad. it. *Manager Forti, Azionisti Deboli*, Milano, *Il Sole 24 Ore*, 1997, 62.

La legge fondamentale in materia di disciplina degli strumenti finanziari è certamente il *Securities and Exchange Act* del 1934 con la quale il Congresso istituì la SEC, organo di controllo a cui venne affidato ogni più ampio potere sul mercato degli strumenti finanziari tra cui registrare, regolamentare e sorvegliare il funzionamento delle società di intermediazione (*brokerage firms*) e dei vari *Self Regulatory Organisations* (SRO)³⁸⁸.

³⁸⁸ Testo reperibile sul sito www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf 4SEC "There is hereby established a Securities and Exchange Commission (hereinafter referred to as the "Commission") to be composed of five commissioners to be appointed by the President by and with the advice and consent of the Senate. Not more than three of such commissioners shall be members of the same political party, and in making appointments members of different political parties shall be appointed alternately as nearly as may be practicable.[...]" Sulla SEC vasta è la letteratura cfr.: STELLA, *L'Enforcement nei mercati finanziari*, in *Collana Rivista delle società*, Milano, 2008, 113 ss; MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento. L'esperienza statunitense*, in *Collana Quaderni di banca borsa e titoli di credito*, Milano, 2008, 50 ss; LAMANNA DI SALVO, *US GAAP: profili storici e comparazione con la normativa italiana*, Trento, Editrice UNI Service, 2006, 16 ss. Per un'ampia ricostruzione storica e delle attuali funzioni della SEC si rinvia al sito dell'organismo: www.sec.gov/about/whatwedo, in cui si legge "the mission of the U.S. Securities and Exchange Commission is to protect investors, maintain fair, orderly, and efficient markets, and facilitate capital formation. As more and more first-time investors turn to the markets to help secure their futures, pay for homes, and send children to college, our investor protection mission is more compelling than ever. As our nation's securities mature into global for-profit competitors, there is even greater need for sound market regulation. And the common interest of all Americans in a growing economy that produces jobs, improves our standard of living, and protects the value of our savings means that all of the SEC's actions must be taken with an eye toward promoting the capital formation that is necessary to sustain economic growth. The world of investing is fascinating and complex, and it can be very fruitful. But unlike the banking world, where deposits are guaranteed by the federal government, stocks, bonds and other securities can lose value. There are no guarantees. That's why investing is not a spectator sport. By far the best way for investors to protect the money they put into the securities markets is to do research and ask questions. The laws and rules that govern the securities industry in the United States derive from a simple and straightforward concept: all investors, whether large institutions or private individuals, should have access to certain basic facts about an investment prior to buying it, and so long as they hold it. To achieve this, the SEC requires public companies to disclose meaningful financial and other information to the public. This provides a common pool of knowledge for all investors to use to judge for themselves whether to buy, sell, or hold a particular security. Only through the steady flow of timely, comprehensive, and accurate information can people make sound investment decisions. The result of this information flow is a far more active, efficient, and transparent capital market that facilitates the capital formation so important to our nation's economy. To insure that this objective is always being met, the SEC continually works with all major market participants, including especially the investors in our securities markets, to listen to their concerns and to learn from their experience. The SEC oversees the key participants in the securities world, including securities exchanges, securities brokers and dealers, investment advisors, and mutual funds. Here the SEC is concerned primarily with promoting the disclosure of important market-related information, maintaining fair dealing, and protecting against fraud. Crucial to the SEC's effectiveness in each of these areas is its enforcement authority. Each year the SEC brings hundreds of civil enforcement actions against individuals and companies for violation of the securities laws. Typical infractions include insider trading, accounting fraud, and providing false or

Con il *Securities Exchange Act* il Congresso degli Stati Uniti voleva garantire un corretto svolgimento del *security market*, nonché recuperare e promuovere la fiducia degli investitori dopo il crollo della borsa del '29. Pertanto le due principali fonti legislative in materia di strumenti finanziari negli Stati Uniti sono l'*US Securities Act* di 1933 (*the Securities Act*) e l'*US Securities Exchange Act* di 1934 (*the Exchange Act*)³⁸⁹.

misleading information about securities and the companies that issue them. One of the major sources of information on which the SEC relies to bring enforcement action is investors themselves – another reason that educated and careful investors are so critical to the functioning of efficient markets. To help support investor education, the SEC offers the public a wealth of educational information on this Internet website, which also includes the EDGAR database of disclosure documents that public companies are required to file with the Commission”. Vedasi anche documento del sentao della repubblica, dal titolo “La vigilanza sui mercati finanziari negli Stati Uniti: le istituzioni e le proposte di riforma, n.11 gennaio 2010, in cui si legge “un documento del Dipartimento del tesoro degli Stati Uniti, *Financial Regulatory Reform: a New Foundation* (17 giugno 2009) ha tracciato le linee guida di una riforma del sistema della vigilanza dei mercati finanziari, dopo la grande crisi che ha scosso l'economia mondiale nel 2007. In particolare, il Dipartimento del tesoro ha ravvisato, tra la cause dell'attuale recessione, l'eccessiva fiducia degli intermediari finanziari e degli investitori nei confronti di nuovi prodotti, sempre più sofisticati, rispetto ai quali il sistema di verifica e gestione dei rischi si è rivelato del tutto inadeguato. Secondo il Dipartimento del Tesoro, le famiglie statunitensi hanno avuto, negli anni trascorsi, un significativo incremento delle opportunità di accesso al credito, ma tali vantaggi sono stati azzerati per il sostanziale fallimento di una politica di protezione dei consumatori, così che molti cittadini americani si sono trovati a fare fronte ad obbligazioni che avevano assunto senza piena consapevolezza e che comunque non erano in grado di sostenere finanziariamente. Il documento punta pertanto l'indice sulle carenze complessive del sistema pubblico di controllo e regolazione dei mercati finanziari e sulle sue falle, specialmente laddove è stato consentito ad istituti di credito e ad altri intermediari finanziari di sottrarsi, in sostanza, a qualsiasi forma di efficace controllo delle loro attività, con le note conseguenze in termini di stabilità del sistema finanziario. Il persistente danno economico per le famiglie e le imprese - afferma il documento - ammonisce sull'urgenza di agire per una riforma del sistema di regolazione dei mercati finanziari e per avviare l'economia statunitense sulla strada di una stabile ripresa”.

³⁸⁹ Cfr ancora www.sec.gov/about/whatwedo. cfr. CONSULICH, *La giustizia e il Mercato*, Milano, Giuffrè, 2010, 94 ss. L'A. osserva che “l'ordinamento federale statunitense ha predisposto una disciplina ad hoc per i mercati finanziari e le sue patologie a partire dal 1933, in risposta alle speculazioni illecite che hanno contribuito alla crisi di Wall Street del 1929. I provvedimenti di quegli anni, il *Securities act* del 1933 ed il *Securities and Exchange Act* del 1934, sono infatti accomunati sotto l'etichetta “new deal statutes”. Prima dell'emanazione di questi due corpi normativi degli anni trenta, la disciplina dei mercati non appariva come una materia suscettibile di autonoma considerazione, né la tutela degli investitori un obiettivo degno di implementazione legislativa; al più costituiva un riflesso della legislazione antimonopolistica inaugurata nel 1980 dallo *Sherman Act* e degli altri provvedimenti che, a completamento di quest'ultimo si proponevano di tutelare la concorrenza nel commercio, come il *Clayton Act* ed il *Federal Trade Commission Act* del 1914[.] il primo intervento normativo sui mercati finanziari statunitensi risale, al 1933, quando il *Securities act* si propone di tutelare, anche mediante pena, la trasparenza dell'informazione finanziaria, sebbene esclusivo riferimento ai mercati primari; solo l'anno successivo, il *Securities and Exchange Act* propone una disciplina sui mercati secondari, dividendone il riferimento principale per comprendere l'assetto normativo statunitense in tema di manipolazione e frode finanziaria”

In sintesi, l' *Us Securities Act* governa l'offerta e la vendita di titoli negli Stati Uniti, mentre l'*Exchange Act* regola il commercio dei titoli sui mercati finanziari come il New York Stock Exchange (il NYSE) o il Nasdaq Stock Market (Nasdaq), l'informazione periodica e annuale, le offerte e gli scambi.

A partire dal 1970, il sistema finanziario degli Stati Uniti ha cominciato a cambiare. Vari sono stati i fattori di cambiamento : il mercato dell'euro-dollaro e le crisi petrolifere che portarono le banche statunitensi, al seguito del dollaro, ad aumentare la loro presenza all'estero e le banche estere ad entrare nei mercati degli Stati Uniti, nonché la crisi monetaria internazionale ed il crollo degli accordi di *Bretton Woods* (il sistema del *c.d. global exchange standard*)³⁹⁰.

Il regime giuridico di netta e rigida separazione tra *commercial banking* ed *investment banking* (introdotto con il *Glass Steagal Act* del 1933)

³⁹⁰ RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss.. Gli accordi di Bretton Woods del '44 segnarono un'era di cambiamenti in campo finanziario. "La proposta approvata prevedeva che i membri del Fondo Monetario Internazionale proponessero un valore di parità della propria valuta nei confronti dell'oro...per mantenere la parità, i governi iniziarono a effettuare interventi sul mercato delle valute in dollari. Questo avvenne perché mantenere una parità fissa con l'oro implicava mantenerla anche verso il dollaro che divenne de facto la valuta di riserva, ovvero la valuta che veniva accettata per regolare le transazioni internazionali e stabilizzare le valute." Nel 1970 il sistema finanziario internazionale vide il progressivo sgretolarsi degli accordi di Bretton Woods, e quando la guerra in Vietnam fece aumentare vertiginosamente la spesa pubblica americana, l'allora presidente statunitense Richard Nixon si vide costretto a mettere fine al *c.d. gold exchange standard*, cioè la convertibilità del dollaro in oro. Nel dicembre del 1971, con la firma da parte del "Gruppo dei Dieci"¹⁰ dello *Smithsonian Agreement* si chiuse definitivamente un'era, spianando la strada ad un sistema di cambi flessibile. Cfr. SANTINI, *Miopia macroeconomica e miopia finanziaria*, in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV., Milano, 2010, 1161 ss. Per l'A. con "la caduta di Bretton Woods è preceduta e, ancor più intensamente, seguita da un fenomeno dai risvolti economici e finanziari di enorme rilievo: la liberalizzazione dei movimenti di capital, che, associate a vasti interventi di deregolamentazione, allo sviluppo della tecnologia informatica e all'innovazione finanziaria sempre più spinta, determina quell'assetto che, per semplicità, definiamo di globalizzazione finanziaria. I tassi di cambio registrano sui mercati una volatilità non prevista, che sorprende i sostenitori dei cambi flessibili ed è spesso generatrice di squilibri e di crisi valutarie. Si comincia a sospettare, da taluni a teorizzare, che il controllo dell'economia passi gradualmente dalle autorità di politica economica alle forze di mercato".

è stato pertanto progressivamente modificato a partire dagli anni '80: con le Autorità di vigilanza che hanno gradualmente consentito alle singole banche commerciali di operare nel settore dell'*investment banking*, ma esclusivamente attraverso società controllate o facenti parte del medesimo gruppo di appartenenza della banca commerciale interessata³⁹¹.

La definitiva riforma strutturale del sistema creditizio e finanziario americano si è avuta però nel 1999, sotto l'amministrazione Clinton, con l'approvazione del Gramm-Leach-Bliley Act (di seguito solo GLBA)³⁹²,

³⁹¹ Ampiamente sull'argomento cfr. CAPPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, 01, 40. L'A. evidenzia come "agli inizi del XX secolo la regolamentazione statunitense non contemplava alcuna restrizione rispetto all'esercizio, da parte delle banche, di attività di intermediazione finanziaria ulteriore a quella creditizia in senso stretto. Attratte dalle possibilità di profitto che l'impetuosa crescita dei mercati azionari statunitensi offriva a partire dal 1922, le commercial banks (con tale locuzione intendendo le banche dedite esclusivamente alla raccolta del risparmio tra il pubblico ed all'esercizio del credito) iniziarono ad operare nel settore della sottoscrizione e del collocamento di titoli azionari. Il fenomeno sul piano organizzativo si realizzò mediante la predisposizione di dipartimenti interni alle banche, specificamente preposti all'intermediazione finanziaria, ovvero mediante l'impiego di società ad hoc, definite *affiliate companies*. Esso fu al suo apparire tollerato dal legislatore statunitense, che non intervenne in alcun modo, sostanzialmente adottando un'impostazione regolamentare di stampo liberistico. Questo atteggiamento tuttavia non durò molto, poiché la crisi del 1929 e la Grande Depressione che ne seguì determinarono un netto *revirement* di politica legislativa. Anche sulla scorta delle risultanze di indagini ed audizioni condotte da un'apposita Commissione di inchiesta del Senato, si affermò in quegli anni nell'opinione pubblica e nella classe politica statunitense la convinzione che la commistione tra attività bancaria in senso stretto e attività finanziaria avesse rappresentato uno dei principali fattori alla base dei dissesti finanziari e industriali di quel periodo"; MACE, *L'evoluzione del sistema bancario degli Stati Uniti*, *Bancaria*, 1987, op.cit., fasc.1., pag. 18. V. anche ROE, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, op.cit., Princeton Univ. Press-Princeton, 1994, trad. it. *Manager Forti, Azionisti Deboli*, Milano, *Il Sole 24 Ore*, 1997, 62.

³⁹² Il testo del GLBA è reperibile sul sito www.ftc.gov. V. ancora sull'argomento MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., *Nuova giuridica*, 2011, 49 ss; DI TARANTO, 1929-2009. *Dal crollo di Wall Street alla crisi dei mercati finanziari*, op.cit., in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV., Milano, 2010, 1152 ss; DE LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, op.cit., in *Diritto.it*, 9.7.2009; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, 06, 652; CAPPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, 01, 44, secondo il quale "la progressiva commistione tra il settore bancario e quello finanziario che ne è seguita ha trovato definitivo consolidamento legislativo con il Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) del 1999, il quale ha segnato il passaggio ad un nuovo assetto giuridico del sistema bancario e finanziario statunitense. Il GLBA ha mantenuto il divieto per le banche di esercitare in via diretta l'attività di *investment banking* e quella assicurativa, ma ha

che ha posto fine alla separazione funzionale tra *commercial* e *investment banks* dopo sessantasei anni, ratificando un fenomeno di mercato già in atto.

Lo scopo principale della nuova normativa era quello di superare il divieto, posto dal Glass Steagall Act del 1933 di concentrare in capo allo stesso intermediario le attività di *commercial*, *investment bank* e quelle di *insurance*, portando a compimento un fenomeno già iniziato negli anni'80, al fine di favorire, come si legge nei lavori preparatori, sia la propensione al risparmio che quella all'investimento.

Il GLBA ha in sintesi, permesso alle *commercial banks* di far parte di un gruppo facente capo ad una società che, avendo i requisiti per qualificarsi come *financial holding company*, può svolgere direttamente o tramite una società controllata non bancaria servizi finanziari ed assicurativi (GLBA- **SEC. 103**. "*Notwithstanding subsection (a), a financial holding company may engage in any activity, and may acquire and retain the*

abrogato le norme del Glass-Steagall Act che vietavano ogni legame partecipativo tra banche, imprese di investimento e imprese assicurative, e - correlatamente - ha introdotto una specifica disciplina del conglomerato finanziario. In base a quest'ultima, le banche commerciali possono essere parte di un gruppo facente capo ad una società che, avendo i requisiti per qualificarsi come *financial holding company* (FHC), può svolgere direttamente, o tramite una società controllata non bancaria (la *financial holding company affiliate*), servizi finanziari, servizi assicurativi e ulteriori attività "complementari" o "incidentali". Il GLBA riconosce dunque la legittimità della banca universale, ma impone l'adozione della struttura giuridica di gruppo, richiedendo di tenere giuridicamente separate - tramite due distinti veicoli societari - l'attività di banca commerciale dalle rimanenti attività finanziarie e assicurative. Due sono le principali linee guida alle quali appare ispirato il vigente ordinamento statunitense. Per un verso, il GLBA si caratterizza per l'obbligo di separazione societaria tra l'attività bancaria tradizionale e le rimanenti attività del conglomerato finanziario"; MANNA, *La riforma della finanza americana*, in www.gei.it. Per la letteratura straniera cfr. RUSSEL, COHN, *Gramm Leach Bliley Act, Book on demand ltd.*, 2012, 2 ss; GANDE, PURI e SAUNDERS, WALTER, *Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence*, in 10 *The Review of Financial Studies* 1175, 1997; GANDE, PURI e A. SAUNDERS, *Bank Entry, Competition and the Market for Corporate Securities Underwriting*, in 54 *Journal of Financial Economics*, 1999; DRUCKER e PURI, *The Tying of Lending and Equity Underwriting*, NBER Working Paper, 2004; MULLINEAUX, *Tying and Subsidized Loans: A Doubtful Problem*, Working Paper, 2003; CALOMIRIS e PORNROJNANGKOOL, *Relationship Banking and the Pricing of Financial Services*, NBER Working Paper, 2006.

shares of any company engaged in any activity, that the Board, in accordance with paragraph (2), determines (by regulation or order) – “(A) to be financial in nature or incidental to such financial activity; or “(B) is complementary to a financial activity and does not pose a substantial risk to the safety or soundness of depository institutions or the financial system generall”)³⁹³.

Il GLBA muove dal presupposto che i divieti di comunicazione, di condivisione di informazioni e di interazione (i c.d. *firewalls*) tra la componente bancaria e quella finanziaria del gruppo polifunzionale possano rivelarsi inopportuni non solo per difetto (la separazione formale non garantisce un’effettiva indipendenza operativa e decisionale delle distinte strutture), ma anche per eccesso in quanto possono impedire il conseguimento delle economie di scala e di diversificazione che derivano dall’attività bancaria³⁹⁴.

Sull’argomento, pare interessante richiamare uno studio straniero di qualche anno addietro, in cui si osserva che: “ *the structure of the U.S. financial services industry has fundamentally changed during the past quarter century. Rapid improvements in information technology and the creation of innovative financial instruments have produced a dramatic increase in competition and spurred deregulation, thereby eroding traditional barriers that separated banks from securities firms and life insurance companies. In response*

³⁹³ Reperibile sul sito *www.ftc.gov*.

³⁹⁴ DI TARANTO, 1929-2009. *Dal crollo di Wall Street alla crisi dei mercati finanziari*, op.cit., in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV., Milano, 2010, 1152 ss; DE LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, op.cit., in *Diritto.it*, 9.7.2009; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss.; DE CARLO, *La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari in USA*, op. cit., in *Le Società*, 2003, 249; In lingua inglese v. HENDRICKSON, *The long and bumpy road to Glass-Steagall reform*, in *American Journal of Economics and Sociology*, 2001, 849 ss; MISHKIN, EAKINS, FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Bologna 2007, 480 ss.

to these trends, major banks, securities broker-dealers and life insurers have aggressively expanded by merging with their direct competitors and by acquiring firms in other financial sectors. The **Gramm-Leach-Bliley** Act of 1999 has encouraged this consolidation trend by authorizing the creation of financial holding companies that engage in a full range of banking, securities and insurance activities. The Act's proponents claim that the new financial supermarkets will produce favorable economies of scale and scope, offer convenient one-stop shopping to customers, and achieve a safer diversification of risks''³⁹⁵.

Il Glass-Steagall Act del 1933 stabiliva che le banche che concedevano credito commerciale alle imprese non potevano essere le stesse che si occupavano di collocare, fare consulenza o comunque trattare obbligazioni e azioni delle società'. Divieto finalizzato ad evitare conflitti d'interesse ed eccessivi rischi in capo ai soggetti che raccoglievano fondi presso il pubblico.

La cd. *deregulation* o deregolamentazione introdotta con il GLBA ha determinato una progressiva eliminazione delle regole che disciplinavano il settore finanziario con una perdita del potere di controllo e sorveglianza sul sistema bancario da parte delle autorità federali. La logica sottostante alla *deregulation* è che mercati più liberi dovrebbero essere in grado di produrre risultati superiori e di far fluire i capitali verso i loro impieghi più produttivi, spingendo l'economia e migliorando

³⁹⁵ ARTHUR. E. WILMARTH JR, *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation and Increased Risks*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, vol 2002, n.2, 2002.

il benessere. Innovazioni finanziarie in grado di distribuire il rischio dovrebbero ridurre il costo del capitale, permettendo a più persone di accedere al credito e di rendere il sistema meno vulnerabile rispetto agli shock³⁹⁶.

³⁹⁶ Cfr. ancora CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, op. cit., in *Giur. comm.*, 2007, 01, 44, secondo il quale " il GLBA muove dal presupposto che i divieti di comunicazione, di condivisione di informazioni e di interazione (i cc.dd. firewalls) tra la componente bancaria e quella finanziaria del gruppo polifunzionale possono rivelarsi inopportuni non solo per difetto, in quanto non garantiscono che alla separazione formale corrisponda un'effettiva indipendenza operativa e decisionale delle distinte strutture". In Lingua inglese cfr. P. GRAMM, *Deregulation and the financial panic*, in *The Wall Street Journal*, February, 20, 2009; GREENSPAN, *Insurance companies and banks under the new regulatory law*, 1999, disponibile su www.federalreserve.gov. in cui si legge "The Gramm-Leach-Bliley Act is designed to limit extensions of the safety net, and thus to eliminate the need to impose bank-like regulation on nonbank subsidiaries and affiliates of organizations that contain a bank. Indeed, for insurance companies and broker/dealers, the act makes clear that the first level supervisory authority lies with the functional regulators--the state insurance authorities and the SEC, respectively--as it should[...]. It is clear from the letter and the spirit of the Gramm-Leach-Bliley Act that bank regulators and the holding company supervisor are to give great deference to the functional regulators and to interject themselves only in critical circumstances. And under no circumstances can a functionally regulated entity be forced to assist a depository or any other affiliate over the objections of the functional regulator. The limits placed on the Federal Reserve to examine and obtain reports from regulated subsidiaries are a reasonable response to the fear of excessive regulation. The Board believes that this arrangement will work well, if and as the parties cooperate. We fully expect that will be the case. There will understandably be some tensions as we all move up the learning curve. But the Federal Reserve is committed to working with the functional regulators to make this system a cooperative and effective one". In un'audizione dinanzi alla commissione bancaria del Senato nel 1990, ALAN GREENSPAN ha espresso "serious questions about the ability of firewalls to insulate one unit of a holding company from the funding problems of another... It is clear that high thick firewalls reduce synergies and raise costs for financial institutions... If they raise costs and are not effective, we must question why we are imposing these kinds of firewalls at all...". V. anche rapporto finale della Commissione di inchiesta sulla crisi finanziaria (FCIC), creata dal Congresso USA nel 2009 per stabilire le cause del crac finanziario del 2007-2008, del 27 gennaio 2011, reperibile sul sito www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf pg. 52 "Deregulation Redux", in cui si legge "in November 1999 Congress passed and President Clinton signed the Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA), which lifted most of the remaining Glass-Steagall-era restrictions. The new law embodied many of the measures Treasury had previously advocated. The New York Times reported that Citigroup CEO Sandy Weill hung in his office "a hunk of wood – at least 4 feet wide – etched with his portrait and the words 'The Shatterer of Glass-Steagall.' Now, as long as bank holding companies satisfied certain safety and soundness conditions, they could underwrite and sell banking, securities, and insurance products and services. Their securities affiliates were no longer bound by the Fed's 255 limit – their primary regulator, the SEC, set their only boundaries. Supporters of the legislation argued that the new holding companies would be more profitable (due to economies of scale and scope), safer (through a broader diversification of risks), more useful to consumers (thanks to the convenience of one-stop shopping for financial services), and more competitive with large foreign banks, which already offered loans, securities, and insurance products. The legislation's opponents warned that allowing banks to combine with securities firms would promote excessive speculation and could trigger a crisis like the crash of 1929. John Reed, former co-CEO of Citigroup, acknowledged to the FCIC that, in hindsight, "the compartmentalization that was created by Glass-Steagall would be a positive factor," making less likely a "catastrophic failure" of the financial system".

All'indomani dell'entrata in vigore del GLBA, sono state effettuate importanti operazioni di fusione, come quella di Citicorp (banca commerciale) con Travelers Group (compagnia assicurativa), inoltre si è diffusa un'ondata di liberalizzazione, nel mercato degli strumenti finanziari innovativi, per cui molte operazioni finanziarie sono state esentate dal controllo delle autorità di vigilanza (**Commodity Futures Modernization Act**)³⁹⁷.

Nel 2004, il processo di liberalizzazione ha coinvolto le grandi banche di investimento, le cosiddette **BIG FIVE** (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs e Morgan Stanley), che sono state esentate dal rispetto dei vincoli sul rapporto di *leverage* massimo che le banche erano autorizzate a sostenere, ovvero il rapporto tra capitale impiegato in attività e capitale proprio. Il rapporto di *leverage* concesso era solitamente del 5 a 1. Prima dell'entrata in vigore del GLBA, la SEC poteva addirittura costringere una banca a chiudere, se questa raggiungeva un *leverage* superiore³⁹⁸.

³⁹⁷ MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 100 ss. Gli A. osservano "la riforma del 1999 ha dato il via ad importanti operazioni di fusione, come quella di Citicorp (banca commerciale) con Travelers group (compagnia assicurativa). Seconco le intenzioni, merse nei lavori preparatori, lo scopo della nuova normativa doveva essere quello di favorire, nello stesso tempo, sia la propensione al risparmio che quella all'investimento, unendo queste attività all'interno degli stessi intermediari, seconco processi che già alcune compagne (ad esempio American Express e Well Fargo stavano già ponendo in atto in quegli anni).nel 1998 la fusione tra Citibank e Travelers company, pur violando la normativa esistente, fu consentita dalle autorità di regolazione, sul presupposto che essa anticipava la riforma in atto.Fu approvato un emendamento seconco il quale nessuna fusione doveva essere autorizzata, s egli intermediari che la ponvenao in essere non ottenevano un buon rating CRA (programma Community Reinvestment Act)"; MISHKIN, EAKINS, FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, op.cit., Bologna 2007, 510 ss. In lingua inglese cfr. FERGUSON, *Larry Summers and the Subversion of Economics*, in *The Chronicle Rewiew*, 3 Ottobre 2010.

³⁹⁸ DI ANTONIO, *Quali banche dopo la crisi? Dal <<modello unico>> alla pluralità di business e di regole*, in *Bancaria*, n.1/2012, 30 ss, per il quale "Con il cosiddetto shadow banking system sono le banche stesse, per ragioni di arbitraggio regolamentare, a dirottare parte della propria intermediazione sui circuiti esterni di mercato, attraverso veicoli di cui mantengono la proprietà o a cui forniscono garanzie. Inoltre, cresce in modo

Basti pensare al caso della banca Bear Stearns, la quale è arrivata ad avere prima del suo salvataggio, un rapporto tra impieghi e capitale del **33 a 1**, ovvero, per ogni dollaro detenuto, essa impiegava o investiva 33 dollari. Alla fine del 2007, la Bear Stearns aveva 11,8 miliardi di dollari in capitale, a fronte di un'esposizione di 383,6 miliardi e una dipendenza dal mercato del credito overnight per 70 miliardi!³⁹⁹

esponenziale la quota dell'attivo bancario investita in strumenti di mercato e ciò espone gli equilibri delle banche alle avverse congiunture dei mercati (soprattutto se i titoli posseduti sono valutati al mark to market). Viene meno la separazione tra i due canali di trasferimento delle risorse; aumentano le interconnessioni tra intermediari e mercati, che sono state causa del carattere sistemico e della velocità di propagazione della presente crisi; le difficoltà del circuito di mercato si ripercuotono immediatamente sulle banche"; NARDOZZI, BALESTRIERI, Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Finanza europea e americana nella competizione tra banche, in Quaderni n.53 dell'Ente per gli studi Monetari, Bancari e Finanziari, Luigi Einaudi. Gli A. osservano come "Negli anni Ottanta la deregolamentazione inizia a liberare dalle costrizioni precedenti la concorrenza "interna" e "esterna" al sistema bancario. Vengono rimosse, con due successive leggi (DIDMCA nel 1980 e Garn-St Germain Act nel 1982) le limitazioni sugli strumenti di raccolta bancaria e alla loro remunerazione. I vincoli all'espansione geografica delle banche, negli Stati e tra gli Stati dell'Unione, vengono via via attenuati fino alla loro eliminazione con Riegle-Neal Act del 1994. L'applicazione del Glass-Steagall Act diviene più liberale, consentendo - ben prima della tardiva approvazione nel 1999 del Gramm-Leach-Bliley Act- alle maggiori banche la possibilità di svolgere attività di investment banking attraverso affiliate. Con il superamento del Mac Fadden Act le banche americane si trovano di fronte, a partire dagli anni Ottanta, ma soprattutto negli anni Novanta, ad una competizione "interna" prima del tutto sconosciuta. Si aprono opportunità fino allora precluse di ingresso nei mercati dei singoli Stati e di estensione della rete di sportelli all'interno di questi. Si avvia, in crescendo, un'ondata senza precedenti di acquisizioni di piccole banche locali e di fusioni tra aziende di maggiori dimensioni. Nell'insieme, queste operazioni ammontano a un valore complessivo, tra il 1980 e il 1998, di 2400 miliardi di dollari, di cui circa la metà negli ultimi quattro anni. Il consolidamento del sistema bancario che ne consegue provoca un aumento della concentrazione già consistente negli anni Ottanta, anche se non vede protagoniste le dieci maggiori banche, e particolarmente forte negli anni successivi durante i quali queste istituzioni aumentano di quasi diciassette punti il loro peso sui depositi, fino a sfiorare nel 1998 il 37 per cento". Sul fenomeno delle concentrazioni bancarie negli Stati Uniti d'America, v. in lingua inglese : ADRIAN T., SHIN H.S., "The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n. 382, July 2009.

³⁹⁹ Si rinvia a quanto già scritto nel capitolo primo, paragrafo 2.4.) pg. 73 e 85. Sull'argomento cfr. TRADATI, *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, op. cit., Milano, FrancoAngeli, 2011, 24 ss.; TAROLLI, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di regolamento Ce ed i sistemi di controparte centrale*, op. cit., in *Giur comm.*, 2011, 05, 755; STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010 (trad. it. *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010); MCCOY, *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, op.cit., Milano, 2009, 25 ss ss; MCCOY, *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, op. cit., a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, Milano, 2009, 64 ss; BOTTIGLIA, *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, op cit., Milano 2009, 313 ss; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, op.cit., Bari, 2009, 72 ss.; ANIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, op.cit., in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13; SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, op. cit., in *Dir. pen. e proc.*, 2009, 3, 269; MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, op. cit., in *Bancaria*, 2009, 1, 3.

Come e' stato osservato, "una leva così elevata permette di moltiplicare i profitti quando le cose vanno bene, ma è anche un rischio enorme per la stabilità della banca. Se ho una leva di 33 a 1, per ogni 100 dollari che investo sui mercati finanziari 3 sono miei, gli altri 97 sono presi a prestito"⁴⁰⁰.

Secondo molti studiosi, la c.d. **deregulation**, pur favorendo il diffondersi di una mentalità meno avversa al rischio e desiderosa di sfruttare i nuovi spazi di operatività (ad es. speculazione nell'ambito dei derivati), creando così un sistema bancario più concentrato, interrelato e con soggetti di maggiori dimensioni, ha parimenti posto le fondamenta per le future crisi finanziarie del nuovo millennio⁴⁰¹.

Tale fenomeno ha contribuito a determinare un maggiore rischio sistemico, con la presenza di soggetti *too big to fail* il cui dissesto di lì a poco avrebbe avuto forti ripercussioni sul contesto economico complessivo, senza che a questa potenzialità sia corrisposta una correlata opera di vigilanza e regolamentazione⁴⁰².

Tra le più autorevoli voci critiche nei confronti del Gramm-Leach-Bliley Act, si segnala quella di **Joseph Stiglitz**, premio Nobel per

⁴⁰⁰ STIGLITZ, *The Stiglitz report. Reforming the International monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York Press, 2010, 56 ss.

⁴⁰¹ DI TARANTO, 1929-2009. *Dal crollo di Wall Street alla crisi dei mercati finanziari*, op.cit., in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV., Milano, 2010, 1152 ss; DE LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, op.cit., in *Diritto.it*, 9.7.2009; RAVIOLO, *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, op.cit., Roma, 2009, 12 ss.; ANIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, op.cit., in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13; SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, op. cit., in *Dir. pen. e proc.*, 2009, 3, 269; MASERA, *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, op. cit., in *Bancaria*, 2009, 1, 3; DE CARLO, *La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari in USA*, op. cit., in *Le Società*, 2003, 249.

⁴⁰² COLOMBINI, *Banche, Stati e Banche Centrali nelle crisi finanziarie. Evoluzioni e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2012, 160 ss; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, op.cit., in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 45 ss.

l'Economia nel 2001, il quale, in merito all'importanza di un sistema di regolamentazione efficiente, ha detto: *“Credo che debba essere data ampia libertà agli uomini di negoziare gli uni con gli altri, finchè non rechino danno ai terzi. Ma le istituzioni finanziarie sono responsabili dei soldi di altri. Quando falliscono, anche il nostro sistema economico fallisce e vi è un gran numero di vittime innocenti. È per questo che il governo è intervenuto con i salvataggi, non soltanto in questa occasione ma ripetutamente. Il settore finanziario ha ripetutamente mostrato che, senza regolamentazione, semplicemente non è in grado di essere responsabile della gestione di soldi altrui in modo prudente, senza mettere a repentaglio l'intera economia. E i depositanti comuni, i piccoli investitori e coloro che risparmiano per la loro pensione semplicemente non sono in grado di esercitare autonomamente un'adeguata supervisione. Questa costituisce un bene essenzialmente pubblico. Tutti beneficiamo da istituzioni finanziarie ben regolate. Le nostre istituzioni finanziarie hanno fallito, ma in parte hanno semplicemente fatto quello che fanno le imprese del settore privato, hanno massimizzato il benessere dei loro manager. Oggi abbiamo bisogno di un sistema regolatore degno del ventunesimo secolo per essere sicuri che, in futuro, essi prendano in considerazione le conseguenze più ampie delle loro azioni”*.

Fortemente critica nei confronti della *deregulation* introdotta nel 1999, si è espressa anche la Commissione di inchiesta sulla crisi finanziaria (FCIC), creata dal Congresso USA nel 2009 per stabilire le cause del *crac* finanziario del 2007-2008, che il 27 gennaio 2011, ha pubblicato il proprio rapporto, noto come rapporto Angelides dal nome del presidente

della Commissione, Philip Angelides, su cui avremo modo di ritornare nel prosieguo della trattazione⁴⁰³.

Orbene va detto che il rapporto fornisce un resoconto straordinariamente veritiero del processo decennale di *deregulation* bancaria, *shadow banking* e speculazione in derivati finanziari che ha portato al *crac* globale, in cui si sottolinea come l'abrogazione della legge Glass-Steagall nel 1999, dopo che la Federal Reserve aveva adottato in tutti gli anni '90 misure per indebolirla, sia stato un fattore centrale nel provocare il crollo, assieme alla mancanza di controlli efficienti da parte delle autorità che avevano il compito di vigilare.

⁴⁰³ Reperibile sul sito www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf. Interessante ci paiono le parole della prefazione che spiegano le finalità dell' inchiesta: "*The Financial Crisis Inquiry Commission was created to "examine the causes of the current financial and economic crisis in the United States." In this report, the Commission presents to the President, the Congress, and the American people the results of its examination and its conclusions as to the causes of the crisis. More than two years after the worst of the financial crisis, our economy, as well as communities and families across the country, continues to experience the aftershocks. Millions of Americans have lost their jobs and their homes, and the economy is still struggling to rebound. This report is intended to provide a historical accounting of what brought our financial system and economy to a precipice and to help policymakers and the public better understand how this calamity came to be... In the course of its research and investigation, the Commission reviewed millions of pages of documents, interviewed more than 700 witnesses, and held 19 days of public hearings in New York, Washington, D.C., and communities across the country that were hard hit by the crisis. The Commission also drew from a large body of existing work about the crisis developed by congressional committees, government agencies, academics, journalists, legal investigators, and many others. We have tried in this report to explain in clear, understandable terms how our complex financial system worked, how the pieces fit together, and how the crisis occurred. Doing so required research into broad and sometimes arcane subjects, such as mortgage lending and securitization, derivatives, corporate governance, and risk management. To bring these subjects out of the realm of the abstract, we conducted case study investigations of specific financial firms – and in many cases specific facets of these institutions – that played pivotal roles. Those institutions included American International Group (AIG), Bear Stearns, Citigroup, Countrywide Financial, Fannie Mae, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Moody's, and Wachovia. We looked more generally at the roles and actions of scores of other companies. We also studied relevant policies put in place by successive Congresses and administrations. And importantly, we examined the roles of policy makers and regulators, including at the Federal Deposit Insurance Corporation, the Federal Reserve Board, the Federal Reserve Bank of New York, the Department of Housing and Urban Development, the Office of the Comptroller of the Currency, the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (and its successor, the Federal Housing Finance Agency), the Office of Thrift Supervision, the Securities and Exchange Commission, and the Treasury Department*".

Secondo la Commissione la crisi era certamente evitabile, vi erano segnali allarmanti che sono stati volutamente ignorati: << *The crisis was the result of human action and inaction, not of Mother Nature or computer models gone haywire. The captains of finance and the public stewards of our financial system ignored warnings and failed to question, understand, and manage evolving risks within a system essential to the well-being of the American public. Theirs was a big miss, not a stumble. While the business cycle cannot be repealed, a crisis of this magnitude need not have occurred. To paraphrase Shakespeare, the fault lies not in the stars, but in us.*>>⁴⁰⁴

Di particolare interesse e' la lettura delle conclusioni in cui la Commissione denuncia le responsabilita' della crisi: <<*More than 30 years of deregulation and reliance on self-regulation by financial institutions, championed by former Federal Reserve chairman Alan Greenspan and others, supported by successive administrations and Congresses, and actively pushed by the powerful financial industry at every turn, had stripped away key safeguards, which could have helped avoid catastrophe. This approach had opened up gaps in oversight of critical areas with trillions of dollars at risk, such as the shadow banking system and over-the-counter derivatives markets. In addition, the government permitted financial firms to pick their preferred regulators in what became a race to the weakest supervisor. Yet we do not accept the view that regulators lacked the power to protect the financial system. They had ample power in many arenas and they chose not to use it. To give just three examples: the Securities and Exchange Commission could have required more capital and*

⁴⁰⁴ Reperibile sul sito www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf. - pg. XVII
Conclusions

halted risky practices at the big investment banks. It did not. The Federal Reserve Bank of New York and other regulators could have clamped down on Citigroup's excesses in the run-up to the crisis. They did not. Policy makers and regulators could have stopped the runaway mortgage securitization train. They did not. In case after case after case, regulators continued to rate the institutions they oversaw as safe and sound even in the face of mounting troubles, often downgrading them just before their collapse. And where regulators lacked authority, they could have sought it. Too often, they lacked the political will – in a political and ideological environment that constrained it – as well as the fortitude to critically challenge the institutions and the entire system they were entrusted to oversee>>⁴⁰⁵.

Tra le poche voci a difesa della GLBA, ci pare interessante citare chi ha firmato quella legge. In una intervista rilasciata nel settembre del 2008 su *Newsweek*, all'indomani del tracollo della Lehman Brothers, l'ex presidente americano Bill Clinton difende la *deregulation* del '99 introdotta sotto la sua presidenza, affermando “ *No, because it wasn't a complete deregulation at all. We still have heavy regulations and insurance on bank deposits, requirements on banks for capital and for disclosure. I thought at the time that it might lead to more stable investments and a reduced pressure on Wall Street to produce quarterly profits that were always bigger than the previous quarter. But I have really thought about this a lot. I don't see that signing that bill had anything to do with the current crisis. Indeed, one of the things that has helped stabilize the current situation as much as it has is the*

⁴⁰⁵ Reperibile sul sito www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf. –

purchase of Merrill Lynch (MER) by Bank of America (BAC), which was much smoother than it would have been if I hadn't signed that bill'' ("Prima di tutto non fu una completa deregulation. Abbiamo ancora regole stringenti, garanzie sui depositi bancari e requisiti sul capitale delle banche... Pensai che potesse portarci investimenti più stabili e una minore pressione su Wall Street per produrre profitti trimestrali che fossero sempre maggiori di quelli del trimestre precedente. Ci ho pensato molto ma non credo che aver firmato quella legge abbia niente a che vedere con la crisi attuale. Una delle cose che ha contribuito a stabilizzare la situazione è stato l'acquisto di Merrill Lynch da parte di Bank of America, che è stato più facile di quanto lo sarebbe stato se non avessi firmato quella legge»)⁴⁰⁶.

Nel corso dell' ultimo decennio, il sistema statunitense di regolamentazione finanziaria ha dovuto, giocoforza, adattarsi a cambiamenti significativi, per affrontare i rischi connessi con l'evoluzione delle società finanziarie, i mercati e la diffusione di prodotti strutturati estremamente complessi, spesso opachi, ai quali ha corrisposto una profonda sottovalutazione dei rischi sottostanti da parte dei mercati e dei loro protagonisti ⁴⁰⁷

⁴⁰⁶ Bill Clinton on the banking Crisis, McCain and Hillary. BusinessWeek, http://www.businessweek.com/magazine/content/08_40/b4102000409948.htm. Retrieved 2008-10-05

⁴⁰⁷ V. ampiamente sull'argomento SCALCIONE, *La proposta di riforma della disciplina dei derivati OTC negli Usa*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2010, 63 ss; ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, op.cit. , in *Rivista delle società*, 2009, 929 . L'A. osserva come "in periodi di bassi interessi il patrimonio delle imprese, e soprattutto delle aziende di credito e degli intermediari finanziari, organizzati o non - come vedremo - in forma societaria è stato costituito solo in minima parte dal capitale e in massima parte da denaro preso a debito. Questo è il modello tipico del cosiddetto leverage (la leva) considerato tollerabile nel rapporto 10:1. Naturalmente ogni operazione d'investimento patrimoniale deve tener conto anche della necessità di ripagare il debito e gli interessi, ma se il rapporto diventa, come nel caso della fallita banca d'investimento Lehman Brothers di 30:1, a meno di investimenti fortunosi, il fallimento è sicuro. È così che si

2.- L'adozione del Sarbanes Oxley Act sull'onda degli scandali finanziari del 2001: "Caso Enron"

Gli scandali finanziari iniziati con il caso Enron nel novembre 2001 e continuati poi con i casi WorldCom, Xerox, Merck, Global Crossing hanno rivelato una serie di gravi lacune nel sistema della *Corporate Governance* americana⁴⁰⁸.

sono moltiplicati strumenti finanziari di cartolarizzazione del debito (o se vogliamo del rischio di credito), chiamati genericamente derivati perché basati su altri titoli, come le opzioni, i futures e così via. È altrettanto inevitabile che i mercati dell'investimento diventassero allora mercati d'azzardo, dominati dalla speculazione e dal rischio. Tant'è che si scommette ormai con sfrenata fantasia assicurandosi anche sull'insolvenza delle società e persino degli Stati. Le scommesse, senza regole né rete, sono contenute nei più rischiosi dei derivati, i Credit Default Swaps (CDS) totalmente fuori da ogni controllo di tutti gli organismi di vigilanza. L'ironia della storia ha persino voluto che la prima società al mondo per decenni, sia con riguardo al fatturato, sia agli utili, la General Motors, abbia avuto la gran parte dei titolari delle sue obbligazioni, i quali, avendo sottoscritto CDS, hanno votato contro forme di ristrutturazione che la riportassero in bonis, preferendo il suo fallimento, poiché l'insolvenza li ripagava, attraverso l'assicurazione, completamente del loro investimento"; POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009, xii; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulatory failure*, op. cit., in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, I, 652; VITALE, *Il ruolo del regolatore: quali prospettive*, Relazione presentata al XXIV Congresso di studio su: *La crisi finanziaria. banche regolatori*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, 2 ss;

⁴⁰⁸ MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535; De LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, op. cit., in *Diritto.it*, 9.7.2009; MACEY, *Corporate governance*, (trad. ANTONGIOVANNI-BERETTA) Princeton University Press 2008, 148 ss; ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. delle società*, 2006, 5-6, 890; BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, 02, 181, in cui l'A. evidenzia come "Tutti gli scandali, per quanto diversi tra loro, attengono, tuttavia, pur sempre alla questione di come si debba organizzare un'economia capitalistica rispettosa dei criteri di trasparenza, correttezza, lealtà nei rapporti tra i vari soggetti in campo. In effetti, forse per ogni cittadino - in un ben ordinato sistema di convivenza civile -, ma certo per chi fa l'imprenditore, cioè per chi gestisce un'attività che coinvolge una cerchia più o meno vasta, e comunque sempre numerosa, di persone, dentro e fuori l'impresa, la dimensione etica non può né esaurirsi nel rispetto delle leggi né restare un fatto privato circoscritto alla sfera personale. Non basta l'osservanza delle leggi, perché la dinamica stessa dell'economia dà luogo a situazioni che non sono state ancora tradotte in fattispecie giuridiche e non basta la morale privata in quanto le scelte di un'impresa, sebbene non discendano da un mandato pubblico, "tuttavia ricadono anche sulla collettività e quindi presentano profili di interesse generale e comportano responsabilità di carattere sociale. In questo senso si può dire che per un imprenditore la morale privata e l'etica sociale si fondono l'una con l'altra nel suo mestiere"; OLDANI, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, op. cit., Milano, 2004, 64 ss; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.* 2003, 06, 746; ENRIQUES, *Bad apples, bad oranges: a comment from old Europe on post -Enron corporate governance reforms*, in 38 *Wake Forest Law Review*, 2003, 911; MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, 754; BALDINELLI, *Caso Enron: analisi e questioni aperte*, op. cit., in *Ceradi* (Centro di ricerca per il diritto dell'impresa) Luiss, settembre 2002, reperibili sul sito www.archivioceradi.luiss.it; COLANGELO, *C'era una volta in America, gli insegnamenti presunti e i fallimenti reali dell'affare Enron*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2002, 455. In lingua inglese cfr. A. E. WILMARTH jr., *Conflicts of Interest and Corporate Governance Failures at Universal Banks During the Stock Market*

Il fallimento della Enron, avvenuto nel novembre 2001, può essere considerato “la madre di tutti gli scandali contabili”⁴⁰⁹ e rappresenta proprio un modello di ciò che è emerso poi nelle successive inchieste svolte in altre società.

In tal senso il Presidente della Consob prof. Luigi Spaventa in occasione dell’audizione innanzi alla IV Commissione Finanza della

Boom of the 1990s: The Cases of Enron and Worldcom, in GUP (ed.), *Corporate Governance in Banking: a Global Perspective*, Cheltenham – Northampton, 2007; J. C. COFFEE JR., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, in 89 *Cornell L. Rev.* (2004), 269 ss.; D. MILLON, *Who “Caused” the Enron Debacle*, in 60 *Wash. & Lee L. Rev.* (2003), 31 ss.; J. MACEY, *A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the relative Efficacy of Mandatory versus Enabling Rules*, in 81 *Wash. Univ. Law Q.* (2003), 329 ss., (per la c.d. *deterrence explanation*), DI LORENZO, *Does the law Encourage Unethical Conduct in the Securities Industry?*, in 11 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2006, p. 791), p. 269 ss.; G.FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in Armour, McCathery (Eds.), *After Enron – improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Portland, 2006, p. 159; V. JHONSON, *An Examination of Rating Agencies’s Actions Around the Investment Grade Boundaries*, in *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com; W. BRATTON, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, *TUL. L. REV.* (2002) (available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301475); JEFFREY N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, 69 *U. CHI. L. REV.* 1233 (2002).

⁴⁰⁹ Vasta è la letteratura sul crack Enron: MACEY, *Corporate governance*, (trad. ANTONGIOVANNI-BERETTA) Princeton University Press 2008, 148 ss, in cui si legge “oggi il caso enron è una metafora del fallimento della corporate governance. La storia della debacle della Enron è stata raccontata in centinaia di articoli e libri, probabilmente è la crisi societaria più celbere della storia dell’economia[.] l’incapacità del consiglio di amministrazione della Enron di controllare la società, unitamente agli errori delle agenzie di rating del credito, degli analisti del mercato azionario, dei revisori, consulenti fiscali e legali esterni, dei banchieri, della NYSE e degli ispettori governativi assegnati, ha provocato una crisi di fiducia e identità nella dimensione della corporate governance e della regolamentazione statunitense che perdura ancora oggi.. Sul piano della corporate governance, la lezione suprema del caso enron è che non è saggio riporre troppa fiducia nel consiglio di amministrazione di una società, ma purtroppo sembra la lezione non sia stata imparata”; FERRARO, *Etica, economia, diritto: uno sguardo al caso Enron*, Relazione tenuta al Seminario interdisciplinare sul Tema “Etica, economia e diritto” dell’Università di Genova del 12 dicembre 2008, reperibile sul sito www.giuri.unige.it/corsistudio/documents/ferraro.pdf; PACIOTTI-SALVI, *Enron e Parmalat, due sistemi-paese a confronto*, Manni, 2005; SAPELLI, *Giochi proibiti, Enron e Parmalat capitalismo a confronto*, Milano, Mondadori, 2004; BORZI, *La parabola Enron e la crisi di fiducia del mercato mondiale*, Feltrinelli, 2002; A SPAVENTA-F. SAULINI, *American lies*, Fazi editore, 2002; L.SPAVENTA, *Adeguatezza dei principi contabili e del sistema dei controlli in relazione ai problemi sollevati dal caso Enron*, in www.consob.it. Vedi anche Relazione del Senato del Governo degli Stati Uniti d’America <<REPORT PREPARED BY THE PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS UNITED STATES SENATE>>: “The role of the board of directors in Enron’s collapse”, del 8 giugno 2002 reperibile sul sito www.findlaw.com. Nell’inchiesta del senato è emerso che gli amministratori hanno tenuto comportamenti fraudolenti, i revisori contabili non hanno segnalato l’arbitrarietà di contabilità false, gli amministratori indipendenti membri dell’audit committee non hanno svolto i controlli interni, e le agenzie di rating e gli analisti sono stati troppo ottimisti nelle loro valutazioni.

Camera dei Deputati il 14 Febbraio del 2002, ha affermato che il caso Enron è stata una *“manifestazione di degenerazione patologica nel funzionamento dei mercati e dei presidi posti a tutela degli investitori”* da cui traspare una *“manifesta (...) inadeguatezza delle regole”* e in cui concorrono *“comportamenti fraudolenti, colpe gravi degli amministratori, compiacenza dei controllori”*⁴¹⁰

La Enron Corporation nacque nel 1985 a seguito dalla fusione tra una piccola impresa locale la Houston Natural Gas, e una delle maggiori società mondiali di costruzione e gestione di gasdotti, la Internorth of Nebraska. A partire dalla seconda metà degli anni Novanta essa sposta il proprio *core business* dalla tradizionale attività di produzione e distribuzione di energia all'attività di *trading* di prodotti finanziari legati al settore energetico.

Molte delle operazioni su derivati poste in essere dalla *Enron* avvenivano su mercati *O.T.C.* dove i parametri di costo-rendimento dei contratti *“sottostanti”* (ovvero, in altri termini, del prezzo dell'*underlying*) risultavano piuttosto problematici.

In particolare, non esistendo delle quotazioni ufficiali per i contratti trattati sui mercati *O.T.C.*, il loro valore si sarebbe potuto ricavare esclusivamente da modelli economici generalmente accettati dagli operatori del settore; modelli che per molti degli innovativi prodotti

⁴¹⁰ Reperibile sul sito www.consob.it/documenti

finanziari della *Enron*, ed ancor più per quelli con i più lunghi termini di scadenza, non erano ancora stati elaborati⁴¹¹.

L'incoraggiante successo dell'attività di intermediazione e il clima euforico della *new economy* portarono la Enron ad applicare i principi del *trading* alle attività più disparate (acciaio, tempo pubblicitario sui media, trasmissione dati, crediti non esigibili), diventando nel corso degli anni una società finanziaria specializzata nei *futures* dell'energia, e conquistando, spinta anche dalla *deregulation*, una posizione di assoluto predominio su questo settore di mercato, in sede nazionale ed internazionale.

Il crollo della Enron ebbe inizio quando a metà agosto del 2001 l'amministratore delegato J. Skilling, spinto dalle inchieste giornalistiche, soprattutto quelle del *Wall Street Journal* e dalle richieste della SEC, si dimise e subentrò K. Lay. Immediatamente K. Lay procedette a un controllo della contabilità accertando vari errori, e annunciò una revisione dei dati contenuti nelle precedenti comunicazioni finanziarie a partire dal 1997.

In seguito la Enron comunicò una contrazione degli utili netti e la riduzione del patrimonio netto. Il crollo del titolo in Borsa portò nel

⁴¹¹ MACEY, *Corporate governance*, (trad. ANTONGIOVANNI-BERETTA), op.cit., Princeton University Press 2008, 152 ss; MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, op.cit., in *Giur. comm.*, 2002, 754; BALDINELLI, *Caso Enron : analisi e questioni aperte*, op.cit., in *Ceradi* (Centro di ricerca per il diritto dell'impresa) Luiss, settembre 2002, reperibili sul sito www.archivioceradi.luiss.it.

Dicembre 2001 alla dichiarazione dello stato di insolvenza e quindi all'apertura della procedura fallimentare⁴¹².

L'aspetto più preoccupante del caso *Enron*, come dei successivi scandali finanziari, secondo vari analisti, è dato dalla scoperta di una serie di insospettite carenze nei numerosi meccanismi di controllo ed incentivazione posti a garanzia del mercato ovvero dal fallimento del sistema "dei pesi e dei contrappesi" su cui si regge (o, forse, si reggeva) l'efficiente funzionamento del modello capitalistico statunitense. I vari "controllori" interni (amministratori e membri dell'*audit committee*) ed esterni (revisori, agenzie di *rating* ed analisti finanziari), anziché contrapporsi ed esprimere la necessaria dialettica a protezione degli azionisti, hanno infatti agito in funzione di interessi propri, in conflitto con le funzioni che avrebbero dovuto esercitare⁴¹³.

⁴¹² MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 57; DE LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, op.cit., in *Diritto.it*, 9.7.2009 ; WALTER, *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms*, Working Paper, 2003.

⁴¹³ Così si esprime BALDINELLI, *Caso Enron : analisi e questioni aperte*, op.cit., in *Ceradi* (Centro di ricerca per il diritto dell'impresa) Luiss, settembre 2002, reperibili sul sito www.archivioceradi.luiss.it. Cfr. anche DE LUCA, *La Tutela del risparmio negli USA*, in *Diritto.it*, 9.7.2009 per il quale "il caso Enron è stato principalmente un fallimento collettivo dei *gatekeepers* (revisori dei conti, avvocati, analisti, agenzie di rating, banche di investimento), ossia soggetti indipendenti deputati ad operare come diaframma tra *managers* ed azionisti al fine di ridurre gli *agency costs* e di fornire istituzionalmente agli investitori servizi di verifica e certificazione delle attività finanziarie, che invece alla fine vennero catturati in varia misura dalle società che avrebbero dovuto controllare[...]. Il caso Enron ha messo in luce l'inadeguatezza delle regole dei mercati finanziari e in particolar modo ha dimostrato come anche i c.d. *chinese walls* "non siano sufficienti a prevenire l'insorgere di questi conflitti poiché esse non resistono alle pressioni (interne) generate dalle prospettive di ingenti guadagni. Si tratta di problematiche a cui il nostro mercato non è estraneo: i troppi "Buy", l'assenza di studi "negativi", l'uniformità dei giudizi, la difficoltà e la lentezza con cui essi mutano lo dimostrano.... quando si parla delle cosiddette *chinese walls*, le muraglie cinesi, per cui ogni intermediario afferma che le sue diverse sezioni sono separate da muraglie cinesi e che i diversi partecipanti non possono neppure andare a pranzo insieme senza correre il rischio di venire sanzionati, francamente, dalle prove che abbiamo avuto, vorrei sottolineare che simili muraglie rischiano, in realtà, di essere fragili"; COLANGELO, *C'era una volta in America*, op.cit., in *Mercato concorrenza e regole*, 2002, pag. 460. V. anche Relazione del Senato del Governo degli Stati Uniti d'America <<REPORT PREPARED BY THE PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS UNITED STATES SENATE>>: "The role of the board of directors in

Sull'onda degli scandali scoppiati nel 2001, il Congresso Americano ha approvato nel luglio del 2002, una legge nota come **Sarbanes-Oxley Act**, la quale e' considerata come la riforma piu' significativa dopo il Security Exchange Act del 1930⁴¹⁴.

Enron's collapse, del 8 giugno 2002 reperibile sul sito www.findlaw.com. Cfr. Anche puntata Report - Rai Tre del 8.4.2007 dal titolo "Enron: l'Economia della truffa", con resoconto reperibile sul sito <http://www.report.rai.it/dl/Report/puntata/ContentItem-fe222c15-484f-45f4-ad8b-6e4d855a84de.html>

⁴¹⁴ MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, op.cit., in Banca borsa tit. cred., 2011, 05, 535; ENRIQUES-GARGANTINI, *Regolamentazione e autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, in Giur. comm., 2009, 05, 906; MACEY, *Corporate governance*, op.cit., (trad. ANTONGIOVANNI-BERETTA) Princeton University Press 2008, 148 ss; K.J. HOPT, *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in Rivista delle società, 2006, 5-6-, 906; ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, op.cit., in Riv. delle società, 2006, 5-6, 890; FERRARINI- GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, op.cit., in Rivista delle società, 2006, 573; COLCERA, *I Sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Sarbanes-Oxley Act, un modello per l'Italia?*, in Le Società, 2005, 791 ss. Per l'A. "l'azione legislativa americana ai fini della tutela dell'investimento azionario e dell'integrità dei mercati, si presenta come un intervento duro e fortemente repressivo delle condotte criminose. Il regime sanzionatorio d'oltreoceano possiede inconfutabilmente i caratteri della dissuasione ed inibizione contro il perpetrarsi degli illeciti penali ed amministrativi delle società quotate e di quanti sono preposti alla loro vigilanza. L'architettura dei controlli gravita attorno i poteri e funzioni di un organo supervisore, la SEC ed il Board, energico e capace di far ascoltare la voce dell'autorità nel sistema di corporate control. Certo, il SOXA, è anche un provvedimento legislativo criticabile e per taluni studiosi del diritto considerato come un atto dalle pene "draconiane", in cui la proporzionalità della pena sembra talvolta riecheggiare più che i principi delle teorie del diritto penale, quel generale risentimento del mercato americano e l'irruente risposta politica data al malcostume del capitalismo di questo paese, che si era fatto evidente in casi come quello della società Enron[...]"; BELLONI, *Il Sarbanes-Oxley Act, il Business Lawyer e la Multidisciplinary Practice (MDP). I commenti della dottrina statunitense e le reazioni dell'Unione europea. Qualcosa di nuovo nella sfera di cristallo?*, In RIDPC, 2005, 417; GHEZZI, *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in Commentario alla riforma delle società, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, Giuffrè, Milano, 195; MAZZONI, *Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato*, in Rivista delle società, 2005, 04, 717; LA ROSA, *Black-out nei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in Giur. comm. 2005, 02, 183 in cui l'A. si occupa di un aspetto particolare del SOXA quello della revisione contabile in cui evidenzia come "Il Sarbanes-Oxley Act promulgato il 30 luglio 2002, ha inciso in modo significativo in special modo sui profili dell'indipendenza del revisore, della vigilanza sul suo operato e del procedimento di certificazione del bilancio e delle altre scritture contabili. La soluzione adottata per assicurare l'autonomia e l'imparzialità delle società di revisione si muove secondo due linee direttrici; a) da un lato precludendo prestazioni di consulenza "parallele" alla certificazione dei bilanci; b) dall'altro introducendo una rotazione obbligatoria del socio responsabile della revisione contabile di una determinata società di audit dopo un periodo massimo di cinque anni"; RELLA, *Il Sarbanes - Oxley Act del 2002: un anno dopo*, in "Diritto e Impresa: un rapporto controverso" a cura di MANNA - Milano, 2004; MATTEI, SARTORI, *Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in Politica del diritto, anno XXXIV, 2003 reperibile anche sul sito www.dirittobancario.it ; CACCHI PESSANI, *Corporate governante, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, op. cit., in Giur. comm. 2003, 06, 746. L'A esamina numerosi aspetti del Sarbanes -Oxley Act con riferimenti alla legislazione italiana RELLA, *Il Sarbanes - Oxley Act del 2002: un anno dopo*, in "Diritto e Impresa: un rapporto controverso" a cura di MANNA - Milano, 2004; MATTEI, SARTORI, *Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in Politica del diritto, anno XXXIV, 2003 s., la quale si occupa in particolare delle disposizioni di matrice penalistica nel **Sarbanes Oxley Act**; CAMMARATA, *Interventi del Sarbanes - Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle*

società quotate statunitensi – Ceradi (Centro di ricerca diritto dell'impresa), Luiss, Roma, 2002 reperibile www.ceradi.luiss.it In lingua inglese cfr. R.A. PRENTICE, F.B. CROSS, *Economies, Capital markets, and securities law*, in *The University of Texas, School of Law, law and economics Research Paper*, No73, available on <http://ssrn.com/abstract=908927>; ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 2005; ROBERT B. AHDIEH, *From "Federalization" to "Mixed Governance" in Corporate Law: A Defense of Sarbanes-Oxley*, in 53 Buffalo L. Rev. 101, 122, 2005; ROMANO, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, in ECGI Law Working Paper No. 26/2005 (March. 2005), <http://ssrn.com/abstract=693484>, at 40-41; Z. REZAEE-K.J. PANKAJ, *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and security market behavior: early evidence*, 2005, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=498083> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.498083>. Secondo gli A. il SOXA si differenzia dalla precedente legislazione "The Sarbanes-Oxley Act is different from the Securities Acts of 1933 and 1934 in several respects: there was considerable evidence of financial statement fraud by high profile companies (Enron, WorldCom, Global Crossing, Qwest), which encouraged Congress to pass the Act; there was evidence of the lack of transparency of financial reports prior to the Act (e.g., excessive off-balance-sheet transactions, special purpose entities); the PSLRA of 1995 limited the extent of investor protection in competitive markets; and provisions of the Act and SEC rules are intended to improve not only financial disclosures but also corporate governance and audit functions. Wiesen (2003: 429), in comparing the Act with its predecessor, the Securities Act of 1934, states "Sarbanes-Oxley is more than just a fine-tuning of that legislation – it puts flesh on a 70-year-old skeleton"; COFFEE, *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ*, in Columbia Law and Economics Working Paper No. 274 Working Paper Series, 2005. Per una ampia e dettagliata analisi delle previsioni del Sarbanes-Oxley Act - oltre che per un'interessante valutazione delle ragioni politiche sottese a tale Atto legislativo - v. ancora R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance* (September 25, 2004). NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. <http://ssrn.com/abstract=596101>, 12 ss.; W. BRATTON, *Enron, Sarbanes -Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents*, in Villanova Law Review, Vol. 48, No. 4, p. 1023, 2003; F. HODGE O'NEAL, *Corporate and Securities Law Symposium, After the Sarbanes Oxley Act: the Future of the Mandatory Disclosure System*, in 81 Washington University Law Quarterly, 2003, 229 ss.; L.A. CUNNINGHAM, *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)*, in 36 U. Conn. L. Rev. (2003) available at http://ssrn.com/abstract_id=337280; L.E. RIBSTEIN, *Market vs. regulatory Response to corporate Fraud: a critique of the Sarbanes- Oxley Act of 2002*, in Illinois Law and Economic Working Paper No LE02-008 september 2002 Available on http://ssrn.com/abstract_id=332681. Nelle prime pagine, l'A. spiega chiaramente le ragioni dell'adozione del SOXA da parte del governo Americano laddove si legge "The spectacular crashes and frauds of Enron, WorldCom and other companies, including Sunbeam, Waste Management, Adelphia, Xerox, and Global Crossing, have reinvigorated this debate. The most public phase of the scandals began with Enron, which was at one time the seventh largest firm based on market capitalization, but in the fall of 2001 was suddenly shown to be an empty shell created by financial manipulation. WorldCom, which owns among other things the second largest long distance telephone carrier, disclosed in the summer of 2002 that it had created billions in earnings by capitalizing expenses as needed. These firms' managers have become poster boys for the problems of separation of ownership and control. The frauds occurred despite several levels of monitoring by, among others, directors, prominent accounting and law firms, institutional shareholders, debt rating agencies, and securities analysts. Supposedly efficient securities markets adhered to overly optimistic assumptions about firms' business plans in the face of mounting evidence to the contrary. Some argue that, because of the unreliability of corporate managers, monitors and the market in these cases, government regulators need to restore confidence in the securities markets. The most important legal response was the Sarbanes-Oxley Act of 2002, summarized in the Appendix. This Act is the most sweeping federal law concerning corporate governance since the adoption of the initial federal securities laws in 1933 and 1934"; M. PERINO, *Enron's Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 212, October 2002, Available on http://ssrn.com/abstract_id=350540; JAMES HAMILTON, TED TRAUTMANN "Sarbanes-Oxley Act of 2002. Law and Explanation" in CCH Incorporated, Chicago 2002.

Con l'approvazione del Sarbanes-Oxley Act - che deve il suo nome al senatore democratico Paul Sarbanes ed al deputato repubblicano Michael Oxley - il governo americano, sotto la presidenza Bush, ha cercato di contrastare la debolezza strutturale e diffusa del mercato dei capitali, che in quei mesi si era rivelata con le cadute degli indici delle principali borse americane e con una sfiducia generale degli investitori. L'opinione pubblica, esponenti del settore finanziario ed associazioni degli investitori avevano accusato i revisori contabili e la scarsa moralità dei *managers* per la situazione venutasi a creare.

Il Sarbanes Oxley Act (di seguito solo SOXA) si pone l'obiettivo del ripristino della fiducia degli investitori e la protezione degli azionisti contro possibili frodi (*"To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes"*)⁴¹⁵.

⁴¹⁵ Il testo integrale del Sarbanes -Oxley At del 2002 è reperibile sul sito <http://www.sarbanes-oxley.com>. I punti salienti della Sarbanes Oxley Act possono essere così brevemente sintetizzati: L'introduzione di nuovi obblighi di informativa societaria in capo alle società e la comunicazione delle informazioni alla SEC, alla quale vengono conferiti nuovi e più ampi poteri come, ad esempio, quello di ispezionare i registri contabili sociali. L'informativa finanziaria riguarda, innanzitutto, i prestiti ed i *benefits* che la società concede ad amministratori ed *executive officers* che devono essere preventivamente comunicati alla SEC. Sempre in questo senso si pone il divieto di concedere prestiti ad amministratori e manager, sia in modo diretto sia in modo indiretto, attraverso società controllate e collegate con esclusione di mutui e finanziamenti per il credito al consumo; Il rafforzamento della protezione degli investitori, attraverso il potenziamento dei sistemi di controlli e degli obblighi di informazione (*disclosure*) sulla gestione amministrativa e contabile delle società ed il concorrente aggravio delle sanzioni applicabili, a fronte di accertate violazioni della legge e comportamenti fraudolenti da parte del management della società. L'istituzione di un nuovo crimine federale in materia di frodi azionarie, con pene fino a venticinque anni di reclusione. Ed ancora l'imposizione alle società di conservare i libri contabili per cinque anni, costituendo reato la loro distruzione. La legge ha previsto inoltre che alle vittime venga riconosciuto il diritto ottenere risarcimento delle loro perdite in caso di bancarotta fraudolenta. Si è stabilito che le false dichiarazioni fatte alla SEC possono comportare una pena sino a venti anni di reclusione ed una multa sino a cinque milioni di dollari; se le false dichiarazioni sono fatte dalla società, la multa può aumentare ad un massimo di venticinque milioni di dollari.

La caratteristica principale della riforma introdotta con il SOXA riguarda la creazione di un organismo indipendente, il *Public Company Accounting Oversight Board* (di seguito solo *Board*) la cui fondamentale funzione è di sovrintendere alle procedure che attuano le società di revisione contabile soggette alla legislazione federale, e questo per assicurare l'esattezza dei libri contabili e delle informative finanziarie, e per proteggere gli interessi degli investitori.⁴¹⁶

Si tratta di un organo di controllo composto da cinque membri, soggetto alla vigilanza e ai poteri esecutivi della SEC (SOXA sec. 107). La legge dispone inoltre che il *Board* abbia personalità giuridica, che operi come una *no profit corporation*, e potrà esistere a tempo indeterminato fino a che il Congresso non deciderà di scioglierlo. Il *Board*, secondo la Sezione 101 (b), non è una *agency* o un *establishment* del governo federale degli Stati Uniti, e salvo che la legge preveda diversamente, esso è soggetto alle norme del "*District of Columbia Nonprofit Corporation Act*", quindi è una *public company* con i poteri conferiti alle *nonprofit corporation* e deve essere completamente indipendente: nessun dipendente del *Board* può ricoprire cariche presso il governo federale⁴¹⁷.

⁴¹⁶ Sec. § 101 SOXA: "*There is established the Public Company Accounting Oversight Board, to oversee the audit of public companies that are subject to the securities laws, and related matters, in order to protect the interests of investors and further the public interest in the preparation of informative, accurate, and independent audit reports for companies the securities of which are sold to, and held by and for, public investors. The Board shall be a body corporate, operate as a nonprofit corporation, and have succession until dissolved by an Act of Congress*").

⁴¹⁷ MATTEI, SARTORI, *Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, op.cit., in *Politica del diritto*, anno XXXIV, 2003 reperibile anche sul sito www.dirittobancario.it. Gli A. osservano che "l'intelaiatura che il Sarbanes Oxley Act dedica all' Oversight Board rientra nella tipologia dei c.d. "enabling statutes" nel senso che al nuovo organismo sono delegati poteri normativi non indifferenti (fra i quali l'elaborazione di un codice etico per scongiurare i conflitti di interesse nell' auditing process ed in particolare la possibilità di istituire il divieto di ulteriori servizi offerti dal controllore alla controllata) che il

Il *Board* gode di ampi poteri che includono, la registrazione delle società di revisione (SOXA sec. 102), la determinazione dei criteri di redazione dei documenti contabili, degli standards di certificazione, dei principi deontologici (SOXA sec. 103)⁴¹⁸. Particolarmente rafforzati ne escono i poteri di ispezione ed i poteri sanzionatori previsti dalle Sections 104 e 105 del SOXA. Alla Section 104 del SOXA si legge infatti che il Board «deve» condurre un programma continuativo di ispezioni al fine di valutare il grado di conformità delle società di revisione o dei loro associati, alle disposizioni del SOXA, alle regole del Board, alle regole della SEC, o agli standards professionali posti in connessione con l'attività di auditing, di certificazione ed all'attività di revisione sugli emittenti in generale, al cui esercizio la società di revisione o l'associato sono preposti

⁴¹⁹.

*n*Board può usare o meno secondo discrezione. Il Board può stabilire gli standards per l'auditing, registrare le società di revisione, investigarne i comportamenti, multare e sospendere le accounting firms, e inoltre revisionarle periodicamente.[..] Il Public Company Accounting Oversight Board, infatti, può disciplinare direttamente gli standards etici delle accounting firms deputate all'auditing, ma non deve necessariamente farlo. Anzi, una corrente di pensiero resa prestigiosa dai forti legami accademici con l'Analisi Economica del diritto, ha sostenuto che la sola disciplina dell'auditing compatibile con le necessità dell'efficienza economica è l'autoregolamentazione. In questa seconda prospettiva, piuttosto che regolamentare direttamente, l'Oversight Board dovrebbe limitarsi a fissare qualche principio generale limitandosi poi al controllo dell'opera di autoregolamentazione efficiente così posta in essere"; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, op. cit., in *Giur. comm.* 2003, 06, 746.

⁴¹⁸ Sec § 103 SOXA (AUDITING, QUALITY CONTROL, AND ETHICS STANDARDS) IN GENERAL. — "The Board shall, by rule, establish, including, to the extent it determines appropriate, through adoption of standards proposed by 1 or more professional groups of accountants designated pursuant to paragraph (3)(A) or advisory groups convened pursuant to paragraph (4), and amend or otherwise modify or alter, such auditing and related attestation standards, such quality control standards, and such ethics standards to be used by registered public accounting firms in the preparation and issuance of audit reports, as required by this Act or the rules of the Commission, or as may be necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors" reperibile sul sito <http://www.sarbanes-oxley.com>.

⁴¹⁹ Sec. § 104 SOXA "The Board shall conduct a continuing program of inspections to assess the degree of compliance of each registered public accounting firm and associated persons of that firm with this Act, the rules of the Board, the rules of the Commission, or professional standards, in connection with its performance of audits, issuance of audit reports, and related matters involving issuers"; Sec § 105 SOXA (INVESTIGATIONS) — (1) AUTHORITY. — "In accordance with the rules of the Board, the Board may

Altro aspetto rilevante è la vera separazione dell'attività di consulenza da quella di revisione, al fine di evitare commistioni e conflitti di interesse tra controllori e controllati, come era avvenuto nei recenti scandali finanziari.

Il conflitto di interessi sembra dominare l'intera struttura del Sarbanes-Oxley Act. In questa ottica si inquadrano i nuovi obblighi di certificazione e garanzia in capo a CEO (*Chief Executive Officer*) e CFO (*Chief Executive Financial Officer*). Costoro devono innanzitutto certificare la verità e l'accuratezza dei reports annuali e trimestrali della compagnia. Devono dettagliatamente dar conto dei sistemi interni di controllo delle loro società, assumendo diretta responsabilità per frodi e conflitti di interesse⁴²⁰.

conduct an investigation of any act or practice, or omission to act, by a registered public accounting firm, any associated person of such firm, or both, that may violate any provision of this Act, the rules of the Board, the provisions of the securities laws relating to the preparation and issuance of audit reports and the obligations and liabilities of accountants with respect thereto, including the rules of the Commission issued under this Act, or professional standards, regardless of how the act, practice, or omission is brought to the attention of the Board" reperibile sul sito <http://www.sarbanes-oxley.com>. Cfr sull'argomento ancora MATTEI, SARTORI, *Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, op.cit., in *Politica del diritto*, anno XXXIV, 2003 reperibile anche sul sito www.dirittobancario.it; CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, op. cit., in *Giur. comm.* 2003, 06, 746.

⁴²⁰ V. SEC § 206 (CONFLICTS OF INTEREST) "*It shall be unlawful for a registered public accounting firm to perform for an issuer any audit service required by this title, if a chief executive officer, controller, chief financial officer, chief accounting officer, or any person serving in an equivalent position for the issuer, was employed by that registered independent public accounting firm and participated in any capacity in the audit of that issuer during the 1-year period preceding the date of the initiation of the audit*"; Cfr anche Sec § 501 SOXA. MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento. L'esperienza statunitense*, op.cit., in *Collana Quaderni di banca borsa e titoli di credito*, Milano, 2008, 45 ss; CAPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 40. L'A. osserva che "in generale, il sistema statunitense a presidio dei conflitti di interesse nell'industria finanziaria si fonda su tre pilastri: disciplina di mercato, supervisione pubblica e ricorso all'autotutela giudiziaria da parte degli investitori. La presenza di un mercato dei capitali trasparente ed efficiente e di un mercato dei servizi bancari e finanziari concorrenziale costituisce - o è comunque generalmente percepito anche negli Stati Uniti come - un primo fattore di deterrenza rispetto all'abuso di situazioni di conflitto di interesse da parte degli intermediari. Tuttavia, il mercato non è autosufficiente. Anche l'esperienza statunitense mostra come l'azione delle Autorità di vigilanza, per un verso, e le iniziative giudiziarie promosse dagli investitori per il risarcimento del danno

Nonostante, il rafforzamento dei controlli introdotti con il Sarbanes Oxley Act, nel 2008 gli Stati Uniti d'America hanno dovuto affrontare una nuova e piu' grave crisi finanziaria, le cui cause sono state gia' illustrate nei capitoli precedenti e che possono essere ricondotte ad una finanza che - in una logica di profitti a breve termine - è riuscita ad occultare il rischio mediante strumenti derivati complessi e gonfiare così una bolla

subito, per altro verso, svolgono un'autonoma e complementare azione di prevenzione e di deterrenza a tutela degli investitori. La presenza di tali meccanismi di enforcement è ritenuta imprescindibile, pure negli Stati Uniti, per assicurare la fiducia degli investitori nel funzionamento degli intermediari e del mercato, posto che la sanzione del mercato può rappresentare un deterrente insufficiente per il management. Inoltre, enforcement pubblico ed enforcement privato assolvono una significativa funzione di "segnalazione": essi consentono o agevolano l'identificazione delle situazioni di conflitto da parte del mercato e in tal modo ne amplificano la funzione disciplinante"; LUCA, La Tutela del risparmio negli USA, in Diritto.it, 9.7.2009; COLCERA, I Sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Sarbanes-Oxley Act, un modello per l'Italia?, op.cit., in Le Società, 2005, 791 ss.; MATTEI, SARTORI, Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa, op.cit., in Politica del diritto, anno XXXIV, 2003 reperibile anche sul sito www.dirittobancario.it. Gli A. evidenziano come "Il conflitto di interessi domina la struttura del Sarbanes-Oxley Act. Una ricognizione introduttiva può mettere in luce come sia proprio quello il leit motive della sua struttura. Una varietà di strategie sono escogitate per limitare questa piaga e, come vedremo, alcune hanno ottenuto successo nel mantenere le condizioni per il medesimo. Fra le prime si possono notare diversi nuovi obblighi di certificazione e garanzia in capo a CEO e CFO. Costoro devono innanzitutto certificare la verità e l'accuratezza dei reports annuali e trimestrali della compagnia. Devono dettagliatamente dar conto dei sistemi interni di controllo delle loro società, assumendo diretta responsabilità per frodi e conflitti di interesse. Molte norme vogliono scongiurare pratiche c.d. "self serving" da parte del management. Così per esempio le corporations non possono più concedere prestiti ai loro executive officers, una pratica fin qui molto diffusa e quasi sempre destinata a sfociare nella rimessione. Inoltre i poteri della SEC sono aumentati in relazione alla possibilità di congelare pagamenti sospetti fra le corporations ed i loro executive officers. La nuova legge impone poi alla SEC di metter mano a nuove regolamentazioni: in particolare, entro il 26 gennaio 2003 devono essere approntati nuovi obblighi di disclosure relativi a tutte le c.d. off balance sheet transactions (che sono il sale del c.d. aggressive accounting), complicati meccanismi attraverso cui gli ufficiali delle corporations possono concludere affari con se stessi all'insaputa e ai danni degli investitori. Entro la stessa data gli standard etici della professione legale ammessa alla pratica davanti alla SEC dovrebbero essere a loro volta aumentati. Le corporations dovranno poi rendere pubblico il Codice di condotta a cui legano ufficiali e controllori o alternativamente spiegare le ragioni per cui non hanno messo mano ad un tale codice. Il conflitto di interessi degli analisti finanziari, in agguato quando costoro raccomandano certe piuttosto che altre azioni, viene sollevato per la prima volta come problema dal Sarbanes Oxley e deve essere "risolto" entro il 30 luglio del 2003 (ma lo statute non dice come). Infine, ed è questa la novità più importante, la legge ripone molta fiducia nel Public Company Accounting Oversight Board, un organismo, almeno sulla carta, dotato di notevoli poteri. Interessante è notare come, fedeli all'ideologia "privatistica" tipica del modello neoamericano, quest'organo non sia un'Agenzia del Governo Federale ma a sua volta un anon profit corporation. In America, grazie ad almeno due decenni di propaganda, tutto il settore pubblico è screditato sicché l'idea di istituire un'apposita magistratura, con le garanzie di indipendenza ed inamovibilità che sono considerate requisiti essenziali dell'indipendenza del giudiziario, non è stata presa in considerazione"; CACCHI PESSANI, Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron, op. cit., in Giur. comm. 2003, 06, 746; WALTER, Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms, Working Paper, 2003.; SCHLESINGER, Frodi e borse valori, in Corriere Giur., 2002, 9, 1121.

immobiliare, che ha legato a sé l'economia dei beni e ha inquinato la società nel suo complesso⁴²¹.

Di fronte alla crisi scoppiata nel 2008, il cui apice si è avuto con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, il Congresso americano, così come era avvenuto nel 2002, è stato costretto a varare una imponente riforma del sistema bancario e finanziario, la più importante dai tempi della Grande Depressione, con la quale, come ha osservato qualche studioso, *“la teoria della capacità di autoregolamentazione dei mercati finanziari viene definitivamente abbandonata e viene esplicitamente riconosciuto che, al contrario, questi mercati sono potenzialmente instabili e devono essere regolamentati e controllati da autorità pubbliche”*⁴²².

Cio' al solo fine di placare il risentimento dei contribuenti americani per i salvataggi governativi compiuti a favore dei banchieri di Wall Street, operati da una amministrazione democratica che, secondo vari analisti,

⁴²¹ Si veda quanto già scritto nel primo capitolo paragr. 4)

⁴²² Così si esprime v. BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di Barack Obama*, op. cit., in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 110 ss. Sullo stesso argomento cfr. GRIFFITH-JONES, STEPHANY, OCAMPO, JOSÉ ANTONIO, STIGLITZ, JOSEPH (A CURA DI), *the Financial Crisis of 2007-8 and Its Macroeconomic Consequences*, *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, in Oxford University Press, New York 2010, 19-49; J. STIGLITZ, *“The Current Economic Crises and Lessons for Economic Theory”*, in *Eastern Economic Journal*, XXXV, 2009, pp. 281-96 J. STIGLITZ, *Lessons from the Global Financial Crisis of 2008*, in *Seoul Journal of Economics*, XXIII, 3, 2010, 321-39; Id. *Freefall. Free Markets and the Sinking of the World Economy*, in W.W. Norton, New York 2009 LONGOBARDI; *Le autorità di regolazione dei mercati nel «tempo della crisi*, in *Amministrazione in cammino- Rivista elettronica di diritto pubblico, dell'economia e di scienza dell'amministrazione* a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche “VITTORIO BACHELET”; D'ALBERTI – PAJNO (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, Il Mulino, 2009; NAPOLITANO– ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi*, Bologna, Il Mulino, 2009; Rossi, *Miserie e nobiltà della finanza*, in *Il Mulino*, 2008, 6, p. 1055 ss. V. anche SMITH, ADAM, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford University Press, Oxford 1976 (ed. critica a cura di RAPHAEL D., MACFIE A.); trad. it. *La ricchezza delle nazioni*, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, Roma 1991.

avrebbe dovrebbe dovuto invece avere più a cuore gli interessi dei contribuenti che quelli di chi aveva contribuito a generare la crisi⁴²³.

⁴²³ Così si esprimono KRUGMAN – WELLS, *Where Do We Go from Here?*, in *New York Review of Books*, 13 gennaio 2011. Sull'argomento v. STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, op.cit., New York, 2010 (trad. it. *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010); ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, op.cit., Bari, Laterza, 2009, 60 ss.

3.- La riforma del mercato degli strumenti finanziari derivati negli Stati Uniti d'America: il *Dodd-Frank Act del 2010*

La riforma del mercato degli strumenti finanziari derivati americano è stata preceduta dal programma TARP che sta per *Troubled Assets Relief Programm* approvato con la legge del 3 ottobre 2008 denominata *Emergency Economic Stabilization Act*.

Il fine del programma era quello di consentire al Dipartimento del Tesoro americano, di concerto con la FED (banca centrale) di acquisire o assicurare, sino a 700 miliardi di dollari, mutui residenziali ed edilizi in sofferenza, titoli, obbligazioni ed altri strumenti finanziari derivati su mutui facenti capo ad istituzioni finanziarie a rischio di default, al fine di stabilizzare i mercati finanziari⁴²⁴.

⁴²⁴ BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Omaba*, op. cit., in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 106 ss. Ampiamente sull'argomento cfr. MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 112; ANNICHIARICO, *Dal Tarp all'ARRA, rincorsa all'ultimo respiro*, in *Il Sole 24 Ore* del 19 febbraio 2009. In lingua inglese cfr. K.BIANCO, *A retrospective of the troubled Asset Relief Program*, Wolters Kluwer, Law &Business, Available on site http://www.cch.com/press/new/whitepaper_TARP.pdf; R.J. SAMULESON, *Why tarp has been a success story*, in *Washington Post* of the March 28, 2011, ; *TARP Worked, Deal With It* " *The Seattle Times Editorial: March 1, 2011*, in cui l'editorialista afferma che "the much maligned Troubled Asset Relief Program spent less and cost less than expected, as it helped stabilize the nation's financial industry. The reality of TARP is different from popular perceptions. However flawed TARP might have been, the gamble that things would have turned out just fine without it was too great to take. CRITICS on the left and right must acknowledge an awkward truth: the Troubled Asset Relief Program was needed, it worked and it was cheap"; R.J. HILLMAN, *Troubled Asset relief program: Status of efforts to address transparency and accountability issues*, GAO, 2010. Vedasi il sito del Board of Governors of the Federal Reserve System (<http://www.federalreserve.gov>), in cui vi è ampio spazio dedicato al programma TARP nonché il sito del Dipartimento del Tesoro americano, dove annualmente viene pubblicato un rapporto sull'attuazione del programma TARP. Nell'ultimo rapporto (report) dell'ottobre 2011 scaricabile dal sito www.treasury.gov si legge nella prefazione "On the third anniversary of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008 that created the Troubled Asset Relief Program (TARP), we present this supplement to our Two Year Retrospective Report. This supplement details the progress we have made over the past year in exiting our outstanding TARP investments. Several important milestones were achieved during TARP's third year. Our banking investments have resulted in a positive return for taxpayers, while also helping to keep institutions better capitalized to ensure the overall stability of our financial system. We saw a successful Initial Public Offering (IPO) for General Motors and exited our investment in Chrysler Group, six years earlier than expected. We also closed a major restructuring plan for American International Group, Inc.

Così facendo, il governo americano si prefiggeva lo scopo di eliminare dai bilanci delle banche i titoli c.d. tossici, altamente illiquidi. Formalmente il programma TARP si è concluso il 3 ottobre 2010, con scarso successo. Dei 700 miliardi di dollari autorizzati dal Congresso, soltanto 475 sono stati utilizzati di cui 205 per le banche⁴²⁵.

Nel luglio del 2010, il Congresso statunitense ha definitivamente approvato il testo di legge noto come “*Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*” (the “Dodd Frank Act” che prende il nome dei due Autori del progetto di legge 55⁴²⁶). Si tratta di un testo di legge

(AIG), marking a major milestone in the company's remarkable turnaround and putting taxpayers in a better position to recover their investment in the company. While the housing market remains depressed, TARP's initiatives to assist struggling homeowners have helped hundreds of thousands of families keep their homes and set new standards for mortgage service providers that have indirectly helped millions more”.

⁴²⁵ Nell'ultimo rapporto (report) dell'ottobre 2011 del Dipartimento del Tesoro americano sul TARP scaricabile dal sito www.treasury.gov si legge “The Troubled Asset Relief Program (TARP) is now winding down. The government's authority to make new investments through the program expired on October 3, 2010. The U.S. Department of the Treasury (Treasury) has already recovered more than three-fourths of the funds disbursed, and the government is now in a position to recover more funds for the taxpayers and at a faster rate than anyone could have predicted in 2008. The tasks ahead for TARP are to recover the outstanding investments in the financial sector and auto industry in a manner that maximizes the return for taxpayers while continuing to assist homeowners seeking to avoid foreclosure”. V. ancora R.J. SAMUELSON, *Why tarp has been a success story*, cit., in *Washington Post of the March 28, 2011* ; TARP Worked, Deal With It” *The Seattle Times Editorial: March 1, 2011*.

⁴²⁶ DI GASPARÉ, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Milano, Cedam 2012, 295 ss. Secondo l'A. in modo apertamente critico “ si può dire che il provvedimento di riforma dei mercati finanziari approvato nell'estate del 2010 dal Congresso e dal Senato degli Stati Uniti non faccia altro che sancire il nuovo assetto del sistema finanziario del meta-mercato sulla holding bancaria, costruendole intorno un arsenale di organismi istituzionali di allerta e monitoraggio. Poco di più. Il sistema di vigilanza istituzionale installato dall'amministrazione Obama somiglia più ad un insieme di punti di osservazione, posti di vedetta, con compiti di monitoraggio...] insomma, la conclusione è che con il Dodd Frank Act si sia avuto uno spostamento del potere supremo di dettare le norme in caso di emergenza in una zona non completamente sotto il controllo dei poteri democratici”; PIERINI, *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss.. Per l'A. con il Dodd Frank Act “gli scopi perseguiti dall'amministrazione federale hanno, quindi, trovato riscontro nell'intento legislatoris di una riforma particolarmente ampia e complessa, in quanto a sua volta funzionalmente riconducibile a due fondamentali obiettivi di sistema: da una parte quello di limitare il rischio della finanza creativa, affermata nell'epoca contemporanea in assenza di una cornice di regole disciplinanti la messa in circolazione e lo scambio di prodotti finanziari innovativi, quali i c.d. “derivati”; dall'altra quello di limitare il danno (in termini di diffusione del rischio sistemico e di lesione dell'integrità e della stabilità dei mercati), derivante dal fallimento di grandi istituzioni finanziarie”; PIERINI, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G.

CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011, 48ss; BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di Barack Obama* op. cit. in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 106 ss. Ampiamente sull'argomento cfr. MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 112; BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale nel Dodd Frank Act: un approccio costi benefici*, in *Rivista Bancaria*, 2011, n.4, 39 ss; BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 109 ss ; MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535; LUPOLI, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Le Società* 2011, 11,1311; CARRIERO, *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, in *Europa e dir. priv.* 2011, 02, 505. Decisamente critico nei confronti del nuovo ordinamento finanziario americano : ROSSI, *Capitalismo e diritti umani*, in *Rivista delle società*, 2011, 01,03. Si legge nel citato articolo "Ma la domanda centrale sulle ragioni e sulle possibili vie di uscita dalla crisi della democrazia capitalista rimane insoluta soprattutto di fronte all'attuale depressione economica. Finora l'intervento finanziario degli Stati è riuscito, almeno temporaneamente, a tamponare una deriva peggiore. Il capitalismo di Stato, con stimoli sovente ben più azzardati di una pur spinta politica keynesiana, ha rovesciato i capisaldi della struttura giuridica del capitalismo. Too big to fail, troppo grandi per fallire, è lo slogan che, applicato alle grandi corporations, ha fatto di volta in volta saltare sia i principi del diritto antitrust, contrario agli aiuti pubblici, sia i principi del diritto fallimentare sconvolgendo la par condicio creditorum, sia il diritto societario, privilegiando spesso i soci nuovi ai soci vecchi, i managers agli azionisti e ai creditori. D'altra parte la proposta di Paul Volcker, già Presidente della Fed, parzialmente ripresa dal **Dodd Frank Act** del 2010, di ridimensionare le grandi banche commerciali impedendo loro di possedere e investire in hedge funds e private equity e di limitare il trading sulle azioni, sembra avere ben scarsa applicazione. Il salasso alle casse dello Stato, per il salvataggio soprattutto del sistema bancario, ha poi provocato un pericoloso aumento del debito pubblico, mettendo a dura prova le politiche economiche, impigliate per l'uscita dalla depressione fra la necessità di contenimento e di riduzione del deficit e l'opportunità di continuare a creare gli stimoli necessari ad alimentare una ripresa della domanda aggregata, indispensabile per far ripartire l'economia, in conformità con la indiscussa teoria keynesiana. Sulle varie tesi che affrontano questi argomenti si sono già scritte migliaia di pagine. Nessuna delle ricette proposte, né la miniriforma dei singoli Paesi europei, né la prolissa legge americana, il **Dodd - Frank Act**, come del resto già il **Sarbanes-Oxley Act** del 2001, affrontando alla periferia i problemi, fornisce qualche soluzione, poiché, occupandosi solo di questioni marginali, neppure sfiora le strutture fondamentali dell'impresa capitalistica e dei mercati. E lo Stato diventa un regolatore confuso, lasciando sovente il posto ad una sua pericolosa vocazione imprenditoriale. La degenerazione del sistema non è stata affrontata in tempo utile e nella lotta attuale tra lo Stato con le sue regole e le grandi imprese, sempre più padrone della ricchezza e svincolate da norme, sembrano proprio queste ultime a prevalere"; BOSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, Milano , Franco Angeli, Editore, 2010, 78 ss; CARRIERO, *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2010, 83 ss; POSNER, *La crisi della democrazia capitalistica*, Milano 2010. In lingua inglese cfr. L.A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Business Law Review* 2011, available at site <http://ssrn.com/abstract=1874806>; D.P. CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, 2011, available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661> . L'A. sottolinea come "The Dodd Frank response to the financial crisis can be broken down into three separate themes. The first and most important of these themes is reflected in a series of measures designed to avoid the next financial crisis. The second theme is the provision of enhanced remedial tools to deal more effectively with the next financial crisis, when it occurs. The third theme is the substantial strengthening of consumer protection in the financial services markets. Although there are some Dodd Frank provisions which do not fit comfortably within these three themes most fit easily within the categories.[...] Major new institutions and significant new regulatory authority are created to help our financial regulators avoid the next financial crisis. In the event of such a crisis, and the likelihood of such a future crisis is historically compelling, Dodd Frank provides regulators with authority to liquidate complex financial institutions while protecting the integrity of our financial system. Finally, it vastly expands the protection of our consumers of financial services through the creation of a single agency with unprecedented powers. There are some things that Dodd Frank could have done better, but, on balance, it is a credible and legitimate response to the most complex regulatory challenge that this country has seen in its history. The challenge now is to provide the financial regulators with sufficient resources to realize the potential of the Dodd Frank regulatory initiatives while avoiding the inevitable attempts by the financial services industry to

estremamente complesso dal punto di vista tecnico di circa 2000 pagine, che limita la possibilità delle banche di scommettere su attività rischiose con i propri fondi e di effettuare operazioni di *trading* sui derivati.

Ad una prima lettura, si ha la sensazione di trovarsi di fronte ad un testo in cui il legislatore ha preferito non decidere ma demandare la decisione ad altri, ovvero ad una vasta assemblea di Comitati, Uffici, Bureau, Advocates⁴²⁷

La legge impone agli operatori finanziari di certificare e informare correttamente i loro clienti circa la provenienza e la qualità dei prodotti immessi sul mercato. Essa costituisce la principale “risposta regolamentare” americana alla crisi finanziaria del biennio 2007-2009 e mira ad apportare significative modifiche a diversi aspetti della regolamentazione in materia di servizi finanziari⁴²⁸ (nel preambolo del testo si legge :*“To promote the financial stability of the United States by*

lobby the agencies and the Congress to dulling these new regulatory tools”; P.M. VASUDEV, *Credit derivatives and the Dodd Frank Act- Is the regulatory response appropriate?* in *Paper submitted to the Sixt Singapore International Conference on finance, July 17-18,2012* available at: <http://ssrn.com/abstract=1984878>; A.E.WILMARTH, JR., *The Dodd-Frank Act: a Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, in *Oregon Law Rev.*, 2011 (89); M. GREENBERGER, *Diversifying clearinghouse ownership in order to safeguard free and open access to the derivatives clearing market*, in *The Social Scienze Research Network Electronic Paper Collection*: <http://ssrn.com/abstract=2014964>; BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, in *UCLA School of Law*, 2010; ACHARYA, *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, 15 luglio 2010; M. JICKLING- K.A.RUANE, *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives*, in *Congressional Research Service* 7-5700 available at www.crs.gov; GREENSPAN, *How Dodd – Frank fail to meet the test of our times*, in *Financial Times*, 30 marzo 2011; EASTERBROOK, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, in *Virginia Law Rev.*, 2009 (95), 694; PRENTICE – SPENCE, *Sarbanes-Oxley as Quack Corporate Governance: How Wise Is the Received Wisdom?*, in *95 Georgia Law J.*, 2007 (95), 1844; ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, in *Yale Law J.*, 2005 (114) 1521. Vedi anche il rapporto del 13 aprile 2011 sulle cause della crisi americana della Commissione d’inchiesta del Senato più volte citato reperibile al sito www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf che analizza ampiamente il Dodd Frank Act nei suoi aspetti più rilevanti.

⁴²⁷ DI GASPARÉ, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, op. cit., Milano, Cedam 2012, 295 ss.

⁴²⁸ Il testo del provvedimento è reperibile sul sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes”).

I punti salienti e qualificanti della riforma introdotta con il Dodd Frank Act possono esseri così riassunti:

- evitare l'avverarsi di nuove crisi finanziarie all'interno del sistema americano e fornire ai “regulators”, in caso di necessità, gli strumenti necessari per fronteggiarle (garantendo, nel contempo, livelli più elevati di tutela al consumatore in possesso di prodotti finanziari);
- costituire, presso il Ministero del Tesoro, un organo indipendente “Financial Stability Oversight Council”⁴²⁹, che sarà composto da quindici membri, di cui solo dieci aventi diritto di voto, con il compito di:

⁴²⁹ Per un quadro esuastivo dei poteri del Financial Stability Oversight Council, *available at <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FSOCbylaws.pdf>*. Sull'argomento ampiamente cfr. D.P.CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, 2011, op. cit., *available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661>*; GREENE, *Dodd-frank and the Future of financial regulation*, in *Harvard Business Law Review on line*, 2011, *available at http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/HBLR-Greene_Symposium1.pdf*. “the Council is mandated to gather information to identify gaps in regulation or activities that should be subject to more-stringent regulation.¹⁵ To this end, the Council may require reports from any non-bank financial company or bank holding company to assess whether that company, or any financial activity or market in which it participates, is systemically important.¹⁶ The Council may also recommend heightened prudential and capital standards, which must be considered by the primary financial regulator. The EU has created a similar body, the European Systemic Risk Board. Unlike the Council, it has no regulatory authority. While responsible for monitoring and assessing potential threats to financial stability, the ESRB can only issue warnings and make recommendations to national regulators, who are obligated to explain reasons for not acting upon ESRB proposals, and notify the European Commission if appropriate actions are not taken. There are many questions one could ask about these new councils. In the case of the United States, would it not have been more effective to consolidate the fragmented financial regulatory structure rather than to further fragment oversight of financial markets? Will the complicated structure and mandated decision-making process of the Council hamper crucial efforts to act promptly? What will the costs be to collect information in a standardized format? How will the US and EU councils work together to coordinate oversight and regulation? With respect to the EU, shouldn't the Systemic Risk Board have”; E.WILMARTH, JR., *The Dodd-Frank Act: a Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, op.cit., in *Oregon Law Rev.*, 2011 (89); M.BAINBRIDGE, *Dodd- Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, op.cit, in *UCLA School of Law*, 2010. Cfr. ANCHE MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., *Nuova giuridica*, 2011, 114.

- identificare i potenziali rischi che potrebbero minare la stabilità finanziaria nazionale in relazione alle condizioni di difficoltà in cui dovessero trovarsi le *“large, interconnected bank holding compagnie or nonbank financial compagnie”* e reagire a quelli emergenti. Per svolgere questo compito, il FSOC potrà richiedere informazioni e riceverà periodicamente dalle società interessate report giurati indicanti la loro condizione finanziaria e i sistemi adottati per monitorare e controllare i rischi;

-promuovere la disciplina di mercato, eliminando possibili attese di un intervento di sostegno finanziario federale;

- investire la Federal Deposit Insurance Corporation dell'autorità necessaria a porre in liquidazione grandi società fornitrici di servizi finanziari, ma in modo tale da ridurre al minimo eventuali effetti collaterali negativi per il sistema finanziario nazionale;

- istituire, in seno al Ministero del Tesoro, un *“National Insurance Office”* incaricato di alcune funzioni di supervisione sulle imprese assicuratrici vigilate a livello statale e di raccogliere indicazioni sul rischio sistemico generato dall'eventuale fallimento delle grandi imprese assicuratrici⁴³⁰;

⁴³⁰ Sec § 501: *“The Office, pursuant to the direction of the Secretary, shall have the authority – “(A) to monitor all aspects of the insurance industry, including identifying issues or gaps in the regulation of insurers that could contribute to a systemic crisis in the insurance industry or the United States financial system; “(B) to monitor the extent to which traditionally underserved communities and consumers, minorities (as such term is defined in section 1204(c) of the Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989 (12 U.S.C. 1811 note)), and low- and moderate-income persons have access to affordable insurance products regarding all lines of insurance, except health insurance; “(C) to recommend to the Financial Stability Oversight Council that it designate an insurer, including the affiliates of such insurer, as an entity subject to regulation as a nonbank financial company supervised by the Board of Governors pursuant to title I of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act; “(D) to assist the Secretary in administering the Terrorism Insurance Program established in the Department of the Treasury under the Terrorism Risk Insurance Act of 2002 (15 U.S.C. 6701 note); “(E) to coordinate Federal efforts and develop Federal policy on*

- richiedere una più intensa ed efficace regolamentazione dell'attività delle agenzie di rating, imporre requisiti di registrazione agli "*hedge fund advisers*" e prevedere la raccolta di informazioni in merito al rischio sistemico generato dall'attività di investimento degli *hedge funds*⁴³¹;
- creare una nuova Autorita' indipendente presso la FED, la *Bureau of Consumer Financial Protection*, con il compito di tutelare i diritti dei consumatori a ricevere informazioni trasparenti in ordine alla sottoscrizione di mutui, al rilascio di carte di credito ed altri prodotti finanziari e per proteggerli dalle commissioni nascoste, dall'utilizzo di clausole vessatorie.

prudential aspects of international insurance matters, including representing the United States, as appropriate, in the Association of Insurance Supervisors (or a successor entity) and assisting the Secretary in negotiating covered agreements (as such term is defined in subsection (r)); "(F) to determine, in accordance with subsection (f), whether State insurance measures are preempted by covered agreements; "(G) to consult with the States (including State insurance regulators) regarding insurance matters of national importance and prudential insurance matters of international importance; and "(H) to perform such other related duties and authorities as may be assigned to the Office by the Secretary" consultabile sul sito <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FSOCbylaws.pdf>.

⁴³¹ V. Dodd Frank Act §111(b); § 111(c); § 112(a); §§ 113-115, at site <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FSOCbylaws.pdf>

3.1.- Il Bureau of Consumer Financial Protection: funzioni e poteri

Il *Bureau of Consumer Financial Protection* sarà guidato da un Direttore nominato dal Presidente degli USA e confermato dal senato (Sec.1011: “*Bureau of Consumer Financial Protection*” shall regulate the offering and provision of consumer financial products or services under the Federal consumer financial laws. The Bureau shall be considered an Executive agency, as defined in section 105 of title 5, United States Code. Except as otherwise provided expressly by law, all Federal laws dealing with public or Federal contracts, property, works, officers, employees, budgets, or funds, including the provisions of chapters 5 and 7 of title 5, shall apply to the exercise of the powers of the Bureau)⁴³².

⁴³² V. ampiamente sull'argomento D.P.CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, 2011, op. cit., available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661>. Per il quale “The Dodd Frank Act creates a major new federal agency located in the Federal Reserve System with broad responsibility to regulate the provision of consumer financial products and services under federal law. The Bureau of Consumer Financial Protection is given the authority to act on behalf of consumers of financial services in a variety of contexts. The governing structure of the Bureau and its funding mechanism make it somewhat unique among federal regulatory agencies[...]The heart of the Bureau’s role in protecting consumers of financial products and services is its authority “to prevent a covered person or service provider from committing or engaging in an unfair, deceptive, or abusive act or practice under Federal law in connection with any transaction with the consumer for a consumer financial product or service, or the offering of a consumer financial product or service”; D. H. CARPENTER, *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title X, The Consumer Financial Protection Bureau*, in Congressional Research Service, July 21- 2010, available in www.crs.gov. L’A. osserva criticamente “One policy question is how best to balance the safety and soundness regulation of depositories with that of consumer compliance. Although a loan that cannot be repaid is typically bad for both the borrower and the lender, there are some areas in which there can be a conflict between safety and soundness regulation and consumer protection. When a banking activity is profitable, safety and soundness regulators tend to look upon it favorably, since it enables the bank to meet capital requirements and withstand financial shocks. A consumer protection regulator, however, may look at such activity less favorably, especially if the profit is seen to have been gained unfairly at the expense of consumers. Removing consumer compliance authority from the federal bank regulators may weaken the safety and soundness regulation of banks if, for example, the separation results in a less complete picture of bank operations for the prudential regulator. The Fed has argued that its role in consumer protection aids its other authorities, including bank supervision and systemic risk. On the other hand, some, including the Obama Administration, have argued that professional bank examiners are trained “to see the world through the lenses of institutions and markets, not consumers,” and separating compliance and safety and soundness authorities among different regulators is the best way to protect both consumers and financial institutions” ; V. anche U.S. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*, June 2009, p. 56, available at http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf. Cfr. anche PIERINI, *Crisi*

Il *Bureau of Consumer Financial Protection* godrà di piena indipendenza finanziaria, grazie ad una somma annualmente messa a disposizione dal *Federal Reserve Board* nonché di autonomia regolamentare⁴³³: potendo stabilire direttamente le norme in materia di protezione dei consumatori. Inoltre avrà il compito di esaminare e rendere esecutivi i regolamenti per banche e cooperative di credito con attivi oltre i \$10 bilioni, e qualsiasi altra tipologia di istituto di credito⁴³⁴.

La grande novità consiste nel fatto che, data la celerità e l'urgenza di tali interventi, non sarà necessario alcun passaggio legislativo al Congresso per l'esecuzione pratica delle normative che adotta.

L'ambito di azione del nuovo *Bureau* è potenzialmente molto ampio: in via generale esso riguarda tutti i prodotti e servizi originati oppure collegati, direttamente o indirettamente, allo svolgimento di attività finanziarie, quali la raccolta di depositi e l'erogazione di credito, il

economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss.. Per l'A. con il Dodd Frank Act "gli scopi perseguiti dall'amministrazione federale hanno, quindi, trovato riscontro nell'intentio legislatoris di una riforma particolarmente ampia e complessa, in quanto a sua volta funzionalmente riconducibile a due fondamentali obiettivi di sistema: da una parte quello di limitare il rischio della finanza creativa, affermata nell'epoca contemporanea in assenza di una cornice di regole disciplinanti la messa in circolazione e lo scambio di prodotti finanziari innovativi, quali i c.d. "derivati"; dall'altra quello di limitare il danno (in termini di diffusione del rischio sistemico e di lesione dell'integrità e della stabilità dei mercati), derivante dal fallimento di grandi istituzioni finanziarie"; PIERINI, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011, 48 ss.

⁴³³ Vedi Sec §1012 EXECUTIVE AND ADMINISTRATIVE POWERS - Dodd Frank

⁴³⁴ Vedi Sec §1021 Dodd Frank (c) FUNCTIONS. – The primary functions of the Bureau are – (1) conducting financial education programs; (2) collecting, investigating, and responding to consumer complaints; (3) collecting, researching, monitoring, and publishing information relevant to the functioning of markets for consumer financial products and services to identify risks to consumers and the proper functioning of such markets; (4) subject to sections 1024 through 1026, supervising covered persons for compliance with Federal consumer financial law, and taking appropriate enforcement action to address violations of Federal consumer financial law; (5) issuing rules, orders, and guidance implementing Federal consumer financial law; and (6) performing such support activities as may be necessary or useful to facilitate the other functions of the Bureau

servicing di operazioni di cartolarizzazione e il recupero crediti, la gestione di banche dati sulla rischiosità creditizia dei clienti, il *money transmitting*, la custodia di valori mobiliari, le attività di consulenza.

Restano tuttavia esclusi dal campo d'azione del nuovo *Bureau of Consumer Financial Protection* i servizi di investimento, sui quali continuerà a vigilare la *Securities and Exchange Commission* (SEC), e i prodotti derivati, per i quali sono preservate le competenze attuali della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)⁴³⁵ espressamente previste nella Section 712 del Dodd Frank Act (Sec: 712 "*Before commencing any rulemaking or issuing an order regarding swaps, swap dealers, major swap participants, swap data repositories, derivative clearing organizations with regard to swaps, persons associated with a swap dealer or major swap participant, eligible contract participants, or swap execution facilities pursuant to this subtitle, the Commodity Futures Trading Commission shall consult and coordinate to the extent possible with the Securities and Exchange Commission and the prudential regulators for the purposes of assuring regulatory consistency and comparability, to the extent possible*").

⁴³⁵ Vedi Sec. § 711 (A) Dodd Frank "*Before commencing any rulemaking or issuing an order regarding swaps, swap dealers, major swap participants, swap data repositories, derivative clearing organizations with regard to swaps, persons associated with a swap dealer or major swap participant, eligible contract participants, or swap execution facilities pursuant to this subtitle, the Commodity Futures Trading Commission shall consult and coordinate to the extent possible with the Securities and Exchange Commission and the prudential regulators for the purposes of assuring regulatory consistency and comparability, to the extent possible*" consultabile al sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>. Cfr. anche il sito della CFTC all'indirizzo <http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>, nella cui presentazione sono ampiamente spiegate le funzioni dell'organismo: "*Today, the CFTC assures the economic utility of the futures markets by encouraging their competitiveness and efficiency, protecting market participants against fraud, manipulation, and abusive trading practices, and by ensuring the financial integrity of the clearing process. Through effective oversight, the CFTC enables the futures markets to serve the important function of providing a means for price discovery and offsetting price risk. The CFTC's mission is to protect market users and the public from fraud, manipulation, abusive practices and systemic risk related to derivatives that are subject to the Commodity Exchange Act, and to foster open, competitive, and financially sound markets*".

Sono altresì esclusi i prodotti e servizi del comparto assicurativo, che continueranno a essere vigilati a livello statale, nonché una serie di attività che, sebbene di natura finanziaria, sono svolte da soggetti diversi dagli intermediari finanziari (es. finanziamenti ai consumatori erogati direttamente dagli *auto dealers*)⁴³⁶.

Il Dodd Frank Act ha riconosciuto al *Bureau of Consumer Financial Protection* ampi e penetrati poteri, con riguardo alle maggiori istituzioni finanziarie e alle loro controllate e a quelle aventi un attivo superiore a dieci miliardi di dollari, il Bureau avrà l'esclusivo potere di regolamentazione sia pure nel rispetto della Federal consumer Financial Law e di vigilanza (Sec. 1012)⁴³⁷, con la finalità di porre fine al principio

⁴³⁶ Per una elencazione completa, cfr. section 1002 del "Dodd-Frank Wall Street Reform e Consumer Financial Protection Act". Si veda anche il sito del Bureau of Consumer Financial Protection <http://www.consumerfinance.gov>. Per una approfondita disamina delle funzioni del Bureau si rinvia alla lettura del manuale avviabile dallo stesso sito (<http://www.consumerfinance.gov/guidance/supervision/manual>) che viene così presentato "This first edition of the CFPB Supervision and Examination Manual, released on October 13, 2011, is a guide to how the CFPB will supervise and examine consumer financial service providers under its jurisdiction for compliance with Federal consumer financial law. The Manual is divided into three parts. The first part describes the supervision and examination process. The second part contains examination procedures, including both general instructions and procedures for determining compliance with specific regulations. The third part presents templates for documenting information about supervised entities and the examination process, including examination reports. To fulfill its statutory mandate to consistently enforce Federal consumer financial law, the procedures in this manual are designed to be used by examiners to examine supervised entities that offer similar types of consumer financial products or services, or conduct similar activities. While all supervised entities must operate in compliance with applicable laws, the CFPB will tailor its expectations of how that is accomplished to fit particular entity profiles. In this first edition, we have incorporated examination procedures developed under the auspices of the Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC) for many of the laws now generally enforced by the CFPB, including the Truth in Lending Act, Real Estate Settlement Procedures Act, and the Fair Credit Reporting Act. The CFPB will also use the Uniform Consumer Compliance Rating System established by the Federal Financial Institutions Examination Council. Our Manual will also include examination procedures organized by product and line of business, beginning with procedures for reviewing mortgage servicing. We expect to continually update the Manual as compliance requirements evolve. A dynamic supervision program depends on continual enhancement. Contributions from all stakeholders are critical in the accomplishment of this goal. The CFPB welcomes feedback and suggestions for improvements from examiners, the banking industry, nonbank financial services companies, federal and state agencies, consumer and community groups, and the general public".

⁴³⁷ Vedi SEC. §1012. EXECUTIVE AND ADMINISTRATIVE POWERS. (a) POWERS OF THE BUREAU. — "The Bureau is authorized to establish the general policies of the Bureau with respect to all executive and administrative functions, including — (1) the establishment of rules for conducting the general

del “*too big too fail bailout*”⁴³⁸. La legge introduce cio’ che gli americani hanno sarcasticamente battezzato “piani per i funerali” (*funeral plans*),

*business of the Bureau, in a manner not inconsistent with this title; (2) to bind the Bureau and enter into contracts; (3) directing the establishment and maintenance of divisions or other offices within the Bureau, in order to carryout the responsibilities under the Federal consumer financial laws, and to satisfy the requirements of other applicable law; (4) to coordinate and oversee the operation of all administrative, enforcement, and research activities of the Bureau; (5) to adopt and use a seal; (6) to determine the character of and the necessity for the obligations and expenditures of the Bureau; (7) the appointment and supervision of personnel employed by the Bureau; (8) the distribution of business among personnel appointed and supervised by the Director and among administrative units of the Bureau; (9) the use and expenditure of funds; (10) implementing the Federal consumer financial laws through rules, orders, guidance, interpretations, statements of policy, examinations, and enforcement actions; and (11) performing such other functions as may be authorized or required by law”. PIERINI, Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d’America, in Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, op.cit., Torino, Giappichelli, 2012, 149 ss.; R.A. MANN, B. S. ROBERT, Essentials of Business law and the legal environment, South- Westwern Cengage Learning, 2012, 868; C.W. COPELAND, The Dodd Frank wall street reform and Consumer Protection Act: Regulstions to be Issued by the consumer financial protection bureau” in Congressional Research Service, August 25, 2010, avilabe at site www.crs.gov. Per le funzioni del Bureau si veda Sec. 1021 “**PURPOSE, OBJECTIVES, AND FUNCTIONS.**(a) **PURPOSE.**—The Bureau shall seek to implement and, where applicable, enforce Federal consumer financial law consistently for the purpose of ensuring that all consumers have access to markets for consumer financial products and services and that markets for consumer financial products and services are fair, transparent, and competitive. (b) **OBJECTIVES.**— The Bureau is authorized to exercise its authorities under Federal consumer financial law for the purposes of ensuring that, with respect to consumer financial products and services — (1) consumers are provided with timely and understandable information to make responsible decisions about financial transactions; (2) consumers are protected from unfair, deceptive, or abusive acts and practices and from discrimination; (3) outdated, unnecessary, or unduly burdensome regulations are regularly identified and addressed in order to reduce unwarranted regulatory burdens; (4) Federal consumer financial law is enforced consistently, without regard to the status of a person as a depository institution, in order to promote fair competition; and (5) markets for consumer financial products and servicesoperate transparently and efficiently to facilitate access and innovation. (c) **FUNCTIONS.**—The primary functions of the Bureau are — (1) conducting financial education programs; (2) collecting, investigating, and responding to consumer complaints; (3) collecting, researching, monitoring, and publishing information relevant to the functioning of markets for consumer financial products and services to identify risks to consumersand the proper functioning of such markets; (4) subject to sections 1024 through 1026, supervising covered persons for compliance with Federal consumer financial law, and taking appropriate enforcement action to address violations of Federal consumer financial law; (5) issuing rules, orders, and guidance implementing Federal consumer financial law; and (6) performing such support activities as may be necessary or useful to facilitate the other functions of the Bureau”.*

⁴³⁸ PIERINI, Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d’America, in Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, op.cit., Torino, Giappichelli, 2012, 149 ss.. Per l’A. “l’obiettivo enunciato di evitare, in futuro, il salvataggio di grandi istituzioni finanziarie con denaro pubblico, viene perseguito attraverso l’utilizzazione di una molteplicità di strumenti direttia rafforzare i limiti alla crescita dimensionale degli stessi conglomerati finanziari, a dimporre alle stesse Large Interconnected financial Institutions più elevati requisiti di capitalizzazione, a reintrodurre alcune barriere funzionali tra attività esercitate dagli stessi intermediari, a limitare altresì la possibilità per gli stessi conglomerati di acquisire partecipazioni in hedge fund o fondi di provate equità”; MUSSARI, MONTI, MICOLI, Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 112 ss.; BERTOLDI, Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Omaba, op. cit, in Stato e Mercato n.91, Il Mulino, 2011, 108 ss.; LUPOI, I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche, in Le Società 2011, 11,1311; BOSETTI, Corporate governance

e mercati globali, op.cit., Milano, Franco Angeli, Editore, 2010, 93 ss; PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2010, 02,208, in cui l'A. descrive in sintesi gli obiettivi della politica finanziaria del governo Obama che poi hanno trovato riscontro nel Dodd Frank Act: "Nel gennaio 2010, il presidente Obama, in un contesto caratterizzato dalla lentezza del Parlamento nell'approvare il suo piano di riforme e dalla reazione negativa dell'opinione pubblica alla decisione delle maggiori banche di distribuire lotti di bonus ai propri top managers (ma, si può aggiungere, connotato anche dalla difficoltà di ottenere l'approvazione della riforma sanitaria e dal pesante insuccesso elettorale in Massachusetts), ha rilanciato aggiungendo nuove misure al suo programma basato sullo slogan "we cannot return to business as usual": i) una tassa decennale (c.d. financial crisis responsibility fee) a carico delle maggiori banche e assicurazioni calcolata, nella misura dello 0,15%, sul totale degli assets al netto di capitale e depositi. La misura è finalizzata a recuperare i 117 miliardi di dollari che, al momento, rappresentano la stima del costo effettivo del TARP (Troubled Asset Relief Program) a carico dei contribuenti (come si è espresso Obama: "a fee to be paid by the largest financial firms in order to recover every last dime" ovvero "we're not going to let Wall Street take the money and run"; sui costi effettivi del bail-out v. *America's bail-out bill. Cheap as chips?*, in *Economist* del 16 gennaio 2010); ii) il divieto per le banche "to own, invest, or sponsor hedge funds, private equity funds, or proprietary trading operations for their own profit, unrelated to serving their customer". La regola, ribattezzata "Volcker Rule" dal nome del suo ispiratore, è indirizzata a evitare che l'attività speculativa venga finanziata con fondi che godono dell'assicurazione sui depositi (sempre dalle parole del presidente: "we cannot accept a system in which shareholders make money in these operations if the bank wins but taxpayers foot the bill if the bank loses") e a impedire che le banche svolgano un'attività in conflitto con l'interesse dei clienti; iii) l'aggiunta al deposit cap già in vigore (ogni singola banca non può raccogliere più di una certa percentuale del totale dei depositi bancari) anche di un limite ad altre forme di finanziamento al fine di prevenire l'ulteriore concentrazione nel sistema finanziario che renderebbe ancor più drammatico il problema del *too big to fail*". Cfr il piano presentato dal presidente Obama al Congresso nel giugno del 2009 (*A new Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*) consultabile alla pagina web www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf. Sull'argomento v. ancora B. SHULL, *Too Big to Fail: Motives, Countermeasures, and the Dodd-Frank Response*, Hunter College of The City University of New York National Economic Research Associates. February 2012, Working Paper No. 709 available at <http://www.levyinstitute.org>, per il quale "the Dodd-Frank Act extends and augments the authority of the regulatory agencies. It has, thus, taken an approach that, up to now, has never failed to fail. In doing little to eliminate the dominance of a handful of very large financial companies, it has left the critical element for bailouts in tact. Because much will depend on how the regulators exercise their discretion, the success of the law will, unfortunately, be problematic for years to come"; E.F. GREENE, *Dodd-frank and the Future of financial regulation*, in *Harvard Business Law Review* on line, 2011, available at http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/HBLR-Greene_Symposium1.pdf. L'A. criticamente osserva come "In addition to enhanced oversight of a wider range of systemically important financial institutions, Dodd-Frank mandates more rigorous capital, liquidity and leverage requirements, as well as restrictions on certain activities to help address the problem of too-big-to-fail. Most importantly, it does not restrict size by growth, only by acquisition. This is a critical judgment since the five largest US financial institutions have grown 20% since the onset of the crisis and currently have over \$6 trillion in assets. The judgment was made that size is not necessarily the only concern; many small, sufficiently interlinked institutions engaging in the same activity could pose a systemic risk if that activity should prove riskier than appreciated. But size can be critical, because of the contagion effect of failure". Lo stesso conclude il suo articolo con un giudizio decisamente critico sul Dodd Frank, affermando che "critically, Dodd-Frank fails to reconfigure in any significant way the fragmented US regulatory structure. Rather than consolidating existing agencies into one or two regulators, each able to act quickly and efficiently, we now require regulators with a history of disagreement and difficulty in operating together to sit collegially around the Council's table and make key decisions by a vote of a majority or two-thirds of its members, depending on the issue. A single federal regulator may not be the answer, but the number of federal regulators we now have is surely not the right result either. The notion of one bank regulator, one markets regulator and one consumer regulator for all products remains, unfortunately, wishful thinking in the US. But, more importantly, Dodd-Frank does not address adequately the issue of moral hazard. Despite the many provisions to monitor and reduce systemic risk, it remains unlikely that the Government will allow an institution that is the size of one of the US's five largest financial institutions to fail, especially in the absence of effective coordinated and consistent resolution mechanisms in key markets. The market will likely

ossia procedure di liquidazione che non si alimentano con i soldi dei contribuenti ma richiedono che siano sopportati dagli azionisti e dai creditori della società'. Obiettivo primario della nuova normativa – contenuta nel Titolo II (Sec.211 ss)- è contemperare le finalità tradizionali di una procedura concorsuale con quelle di preservare la stabilità finanziaria, la pubblica fiducia nel sistema finanziario. Le funzioni di *receiver*, ovvero di liquidatore dell'impresa in crisi, saranno svolte da *Federal Deposit Insurance Protects* (FDIC), l'agenzia federale investita del compito di garantire la restituzione dei depositi bancari in caso di crisi bancari⁴³⁹ ;

- altro punto nevralgico della riforma è la c.d. **Volcher Rule** disciplinata nella **Sec. 619** ss, che prende il nome dall'ex presidente della FED. Si tratta di un sistema di regole che deve essere stabilito dai supervisori, in base al quale un soggetto finanziario di natura bancaria non può

make that judgment as well, and those firms will continue to have financing advantages that only increase the likelihood of their failure”.

⁴³⁹ Vedi sito www.fdic.gov : “FDIC insurance covers all types of deposits received at an insured bank, including deposits in a checking account, negotiable order of withdrawal (NOW) account, savings account, money market deposit account (MMDA) or time deposit such as a certificate of deposit (CD). FDIC insurance covers depositors’ accounts at each insured bank, dollar-for-dollar, including principal and any accrued interest through the date of the insured bank’s closing, up to the insurance limit. The FDIC does not insure money invested in stocks, bonds, mutual funds, life insurance policies, annuities or municipal securities, even if these investments are purchased at an insured bank. The FDIC does not insure safe deposit boxes or their contents. The FDIC does not insure U.S. Treasury bills, bonds or notes, but these investments are backed by the full faith and credit of the United States government. The standard deposit insurance amount is \$250,000 per depositor, per insured bank, for each account ownership category. The FDIC insures deposits that a person holds in one insured bank separately from any deposits that the person owns in another separately chartered insured bank. For example, if a person has a certificate of deposit at Bank A and has a certificate of deposit at Bank B, the accounts would each be insured separately up to \$250,000. Funds deposited in separate branches of the same insured bank are not separately insured. The FDIC provides separate insurance coverage for funds depositors may have in different categories of legal ownership. The FDIC refers to these different categories as “ownership categories.” This means that a bank customer who has multiple accounts may qualify for more than \$250,000 in insurance coverage if the customer’s funds are deposited in different ownership categories and the requirements for each ownership category are met”. Sull’ argomento cfr. MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 116 ss..

effettuare operazioni di *trading* per conto proprio su strumenti finanziari né acquisire, detenere alcuna quota o comunque alcuna interessenza in *hedge funds* (HF) o fondi di *private equity* (PEF), né promuovere gli stessi, salvo alcune eccezioni esplicitamente individuate⁴⁴⁰, tra le quali ricordiamo la negoziazione in titoli di stato, in obbligazioni o in altri strumenti finanziari emessi, tra l'altro, da Fannie Mae, Freddie Mac Federal Agricultural Mortgage Corporation ovvero in caso di c.d. "*de minimis investments*", ossia quelli in cui la partecipazione posseduta è inferiore al 3%⁴⁴¹.

⁴⁴⁰ DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, op.cit., Milano, Cedam 2012, 295 ss.; PIERINI, *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, op.cit., Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss.; PIERINI, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, op. cit., in G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011, 48ss; BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Omaba*, op. cit, in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 109 ss.; MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 112; BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale nel Dodd Frank Act: un approccio costi benefici*, in *Rivista Bancaria*, 2011, n.4, 39 ss.. Ampiamente sull'argomento v. BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 145 ss ; MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535; LUPOLI, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Le Società* 2011, 11,1311; CARRIERO, *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, in *Europa e dir. priv.* 2011, 02, 505; MANNA, *La riforma della finanza americana*, in www.gei.it. In lingua inglese C.K. WHITEHEAD, *The Volcker Rule and Emerging Financial Markets*, 1 *Harvard Business Law Review*. 39 (2011); E.F. GREENE, *Dodd-frank and the Future of financial regulation*, op.cit., in *Harvard Business Law Review on line*, 2011, available at http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/HBLR-Greene_Symposium1.pdf per il quale "One of Dodd-Frank's most controversial provisions has been the Volcker Rule. Inbrief, the Volcker Rule prohibits banking entities from engaging in some types of proprietary trading and imposes limits on sponsoring or investing in hedge funds or private equity funds. Both US banking institutions and internationally headquartered banking organizations with US banking operations will be subject to the rule. There is an exception for foreign banking institutions for trading that is solely outside the US. The imprecision in and generality of many of the terms and exceptions as to permitted activities used in the Volcker Rule will require clarification by the regulators. Because the regulators will have a great deal of discretion in how they are defined and applied they will be under pressure to be expansive as to permitted activities, not restrictive".

⁴⁴¹ Sec. § 619 (PROHIBITIONS ON PROPRIETARY TRADING AND CERTAIN RELATIONSHIPS WITH HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY FUNDS) "Any nonbank financial company supervised by the Board that engages in proprietary trading or takes or retains any equity, partnership, or other ownership interest in or sponsors a hedge fund or a private equity fund shall be subject, by rule, as provided in subsection (b), to additional capital requirements for and additional quantitative limits with regards to such proprietary trading and taking or retaining any equity, partnership, or other ownership

In pratica la Volcker Rule - fortemente ridimensionata rispetto all'originario testo approvato dal Senato in Commissione - in ragione dell'opposizione di vari lobbies⁴⁴², rappresenta la parziale reintroduzione della vecchio Glass-Steagall Act, di cui ci siamo occupati nei precedenti paragrafi, che separava nettamente le banche commerciali, che alimentano il business con i depositi retail, dalle società di investimento, che in precedenza si finanziavano tramite emissioni obbligazionarie.

interest in or sponsorship of a hedge fund or a private equity fund, except that permitted activities as described in subsection (d) shall not be subject to the additional capital and additional quantitative limits except as provided in subsection (d), as if the nonbank financial company supervised by the Board were a banking entity"; Sec §619 (LIMITATIONS ON RELATIONSHIPS WITH HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY FUNDS) "No banking entity that serves, directly or indirectly, as the investment manager, investment adviser, or sponsor to a hedge fund or private equity fund, or that organizes and offers a hedge fund or private equity fund pursuant to paragraph (d)(1)(G), and no affiliate of such entity, may enter into a transaction with the fund, or with any other hedge fund or private equity fund that is controlled by such fund, that would be a covered transaction, as defined in section 23A of the Federal Reserve Act (12 U.S.C. 371c), with the hedge fund or private equity fund, as if such banking entity and the affiliate thereof were a member bank and the hedge fund or private equity fund were an affiliate thereof".

⁴⁴² Così BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, op.cit., in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 145 ss, per la quale "Nel testo approvato dal Senato in Commissione, la Volcker Rule avrebbe impedito alle banche e alle holding bancarie capogruppo di (i) promuovere hedge fund o fondi di private equity e divenirne investitori e (ii) svolgere attività di proprietary trading, ossia di negoziare strumenti finanziari per conto proprio, consentendo la negoziazione solo per conto della clientela, quella che noi chiamiamo "esecuzione di ordini per conto dei clienti". Il motivo della (proposta) proibizione era di dividere i soggetti che godono dell'assicurazione federale sui depositi da quelli che non ne godono, per evitare che i primi, i quali grazie all'aiuto federale fruiscono di un costo inferiore nella raccolta, impieghino quanto raccolto in attività ad alto rischio e altresì per impedire che di nuovo si ponesse il problema di salvare con denaro federale, e quindi dei contribuenti, chi aveva svolto attività rischiose di carattere non strettamente bancario. Un corollario di questa considerazione è che esiste un'utilità sociale nell'attività bancaria non solo e non tanto nell'essere il cuore del sistema dei pagamenti, quanto perché le banche trasformano le scadenze e quindi l'utilità sociale generale giustifica il costo collettivo (a carico del contribuente negli Stati Uniti, a carico degli utenti del sistema bancario da noi) derivante dallo stendere la rete di protezione. Le grandi istituzioni finanziarie si opposero alla proposta attraverso l'attività di lobbying e alla fine del processo legislativo il compromesso raggiunto ridusse notevolmente la portata della Volcker Rule".

4.- L'impatto del Dodd Frank Act sul sistema dei derivati negli USA

Con riferimento al settore dei prodotti derivati, che maggiormente ci interessa, si osserva che la riforma dei derivati è contenuta nel Titolo VII del Dodd - Frank Act (Section 711-774), insieme ad altre disposizioni specifiche che verranno esaminate successivamente. In generale, la riforma intende aumentare la trasparenza e l'efficienza sui mercati OTC dei derivati, riducendo così i rischi di controparte ed il rischio sistemico per l'intero settore finanziario, evitando l'uso distorto da parte degli intermediari, tenuto conto che solo una minima parte delle negoziazioni in derivati, all'incirca il 4% del totale, avviene in borsa o sui mercati regolamentati, mentre la stragrande maggioranza, invece, si attua Over The Counter (OTC)⁴⁴³.

⁴⁴³ v. BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, op.cit., in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 153 ss; PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 02,208; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, op. cit., in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 06, 652, per il quale " quattro sono, in particolare, i principi-chiave cui, dovrebbe ispirarsi una riforma globale dei derivati creditizi:i) « rafforzamento della integrità e trasparenza del mercato »: attraverso la disclosure di prezzi e volumi di derivati scambiati e, soprattutto, attraverso l'incentivazione alla istituzione di una o più "stanze di compensazione" centralizzate (central counterparties o "CCPs") che supervisionino le negoziazioni e garantiscano le compensazioni fra gli aderenti al sistema, imponendo agli aderenti stessi adeguati margini di solvibilità; ii) « miglioramento della gestione del rischio dei derivati »: attraverso la regolamentazione pubblica tanto della "stanza di compensazione" centralizzata (CCP), quanto degli aderenti al mercato dei derivati organizzato e gestito dalla CCP;iii) « rafforzamento della infrastruttura di mercato per i derivati »: attraverso l'incentivazione alla canalizzazione delle negoziazioni dei derivati creditizi all'interno di una stanza di compensazione centralizzata (CCP)". In lingua inglese v. in particolare l'ampia monografia di SCALCIONE, *The derivatives revolution. A trapped innovation and a blueprint for regulatory reform*, Kluwer Law International, 2011, 158 e ss , il quale bene evidenzia la situazione dei derivati prima della riforma introdotta dal Dodd Frank Act, l'A. scrive che "before the Dodd Frank act wall Street Reform and Consumer Protection Act, as discussed, there is no general discipline applicable to all derivatives, and despite our discussion on the unifying economic rationale of all derivatives, transactions (one of risk shifting), derivatives are regulated differently depending on which formal legal category into which they fall. Formal legal categories such as securities, futures and others, however obsolete, still trigger significant regulatory consequences and ultimately determine the legal regime applicable to every single derivatives contracts[..]"; P.M. VASUDEV, *Credit derivatives and the Dodd Frank Act- Is the regulatory response appropriate?* op.cit., in *Paper submitted to the Sixt Singapore International Conference on finance, July 17-18,2012* available at: <http://>

Per raggiungere tali obiettivi, la riforma si muove verso una maggiore centralizzazione dei prodotti derivati, da negoziarsi su mercati regolamentati o su sistemi complementari: in questo modo, i partecipanti al mercato saranno tenuti a rispettare requisiti di capitali e di margini (applicati, rispettivamente, dalle *clearing house* per i prodotti compensati centralmente, ovvero dalla nuova regolamentazione per quei prodotti non compensabili). Infine, alla maggiore centralizzazione si affianca la necessità di garantire una migliore informazione relativa alle transazioni in derivati OTC⁴⁴⁴.

ssrn.com/abstract=1984878; M. GREENBERGER, *Diversifying clearinghouse ownership in order to safeguard free and open access to the derivatives clearing market*, in *University of Maryland, Francis King Carey School of Law*, available on site <http://ssrn.com/abstract=2014964>; L.A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, op.cit., in *Harvard Business Law Review* 2011, available at site <http://ssrn.com/abstract=1874806>; D.P. CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the United States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, op.cit., 2011, available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661>, per il quale “The creation of a new regulatory structure for the derivatives industry is complicated by the fact that currently regulatory authority over derivatives is shared by two different federal agencies. The Commodities Futures Trading Commission has the general authority to regulate futures and options on futures. The Securities and Exchange Commission has the authority to regulate options on securities and other securities-based derivatives. Reform proposals for the merger of the two federal agencies have not met with congressional approval”.

⁴⁴⁴ Vedi Dodd Frank § 723 (Clearing requirement) “It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization that is registered under this Act or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this Act if the swap is required to be cleared” § 723 (Swap Submissions) “(i) A derivatives clearing organization shall submit to the Commission each swap, or any group, category, type, or class of swaps that it plans to accept for clearing, and provide notice to its members (in a manner to be determined by the Commission) of the submission. “(ii) Any swap or group, category, type, or class of swaps listed for clearing by a derivative clearing organization as of the date of enactment of this subsection shall be considered submitted to the Commission”; § 725 (Derivatives Clearing Organizations), § 725 (Risk Management) “Each derivatives clearing organization shall ensure that the derivatives clearing organization possesses the ability to manage the risks associated with discharging the responsibilities of the derivatives clearing organization through the use of appropriate tools and procedures”; § 725 (System safeguards) “Each derivatives clearing organization shall – “(i) establish and maintain a program of risk analysis and oversight to identify and minimize sources of operational risk through the development of appropriate controls and procedures, and automated systems, that are reliable, secure, and have adequate scalable capacity; “(ii) establish and maintain emergency procedures, backup facilities, and a plan for disaster recovery that allows for – “(I) the timely recovery and resumption of operations of the derivatives clearing organization; and “(II) the fulfillment of each obligation and responsibility of the derivatives clearing organization; and “(iii) periodically conduct tests to verify that the backup resources of the derivatives clearing organization are sufficient to ensure daily processing, clearing, and settlement”; § 725 (Public Information) “Each derivatives clearing organization shall provide to market participants sufficient information to enable the market participants to identify and

Secondo l'analisi di molti studiosi, tra i fattori deflagranti della crisi va annoverato proprio l'uso di derivati *over-the-counter*, sempre più complessi e, dunque, con una possibilità sempre più remota di verificarne il *mark to market*, ossia il valore corrente⁴⁴⁵. Si pensi all'uso dei CDS (*credit default swap*) che consentiva in pratica di assumere una posizione equivalente ad una vendita allo scoperto su una certa società anche senza passare per la borsa o, addirittura, di assumerla anche se la società non fosse quotata o avesse modesto flottante, il tutto con un effetto dirompente⁴⁴⁶.

Nel testo del Dodd-Frank Act, si legge che i derivati dovranno essere trattati su mercati e regolati attraverso *clearing houses*⁴⁴⁷. La **clearing**

evaluate accurately the risks and costs associated with using the services of the derivatives clearing organization"; § 725 [P](CONFLICTS OF INTEREST) "Each derivatives clearing organization shall – "(i) establish and enforce rules to minimize conflicts of interest in the decision-making process of the derivatives clearing organization; and"(ii) establish a process for resolving conflicts of interest described in clause"; § 731 (SWAP DEALERS AND MAJOR SWAP PARTICIPANTS), §764 (SECURITIES-BASED SWAP DEALERS AND SECURITY-BASED SWAP PARTICIPANTS).

⁴⁴⁵ DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, op.cit., Milano, Cedam 2012, 295 ss.; PIERINI, *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, op. cit., Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss.; PIERINI, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011, 48; BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Obama*, op. cit, in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 106 ss; MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 112; BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, op.cit., in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 109 ss ; MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535; LUPOI, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, op. cit., in *Le Società* 2011, 11, 1311; CARRIERO, *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, op. cit., in *Europa e dir. priv.* 2011, 02, 505.

⁴⁴⁶ Si rinvia a quanto già scritto nel primo capitolo, parag.2.4).

⁴⁴⁷ Vedi Sec. § 763: (Standard for clearing) "It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization that is registered under this Act or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this Act if the swap is required to be cleared[...].prescribe that all security-based swaps submitted to the clearing agency with the same terms and conditions are economically equivalent within the clearing agency and may be offset with each other within the clearing agency; and "(B) provide for non-discriminatory clearing of a security-based swap executed bilaterally or on or through the rules of an unaffiliated national securities exchange or security-

house e' una istituzione che ha il compito di centralizzare le contrattazioni sui titoli derivati, imponendo ai partecipanti al mercato il versamento di una somma di denaro a garanzia delle passivita' che potrebbero emergere in virtu' del contratto. Giorno dopo giorno, sulla base del valore di mercato osservato dall'attivita' sottostante, la clearing house provvede a trasferire somme di denaro dall'uno all'altro conto⁴⁴⁸.

based swap execution facility"; § 763 (CLEARING TRANSITION RULES); § 763 (ANNUAL REPORTS) "In accordance with rules prescribed

by the Commission, the chief compliance officer shall annually prepare and sign a report that contains a description of – "(i) the compliance of the registered clearing agency or security-based swap execution facility of the compliance officer with respect to this title (including regulations under this title); and "(ii) each policy and procedure of the registered clearing agency of the compliance officer (including the code of ethics and conflict of interest policies of the registered clearing agency";

⁴⁴⁸ J.L. ALLEN, *Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd- Frank analysis*, in *Stanford Law Review*, Vol. 64, p. 1079, 2012 available at site http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1915710, per il quale "A clearinghouse, or central counterparty, is an entity that stands between the two original counterparties of a trade and assumes the rights and obligations of both parties. The clearinghouse acts as the seller to the original buyer and as the buyer to the original seller. As a result, two new contracts, each between the clearinghouse and one counterparty, replace the original contract between counterparties to the derivative trade.¹⁷ This structure facilitates three central benefits: (1) multilateral netting of exposures and payments by the clearinghouse, (2) improved counterparty risk management, and (3) increased transparency for regulators and the public through increased availability of information on market activity and exposures The clearinghouse's multilateral netting of trades reduces the systemic risk associated with derivatives trades.¹⁹ A clearinghouse facilitates multilateral netting because the clearinghouse assumes the responsibilities of all parties and thus may net gains and losses among trades. If parties have multiple offsetting trades, the clearinghouse can net the different positions against each other and thus bill or pay only these net amounts. As a result, the multilateral netting reduces the overall gross exposure of the clearinghouse relative to the total of the bilateral gross exposures of the parties to each other in the absence of a clearinghouse. The clearing process accordingly reduces risk to the financial system from the failure of any party to the derivatives trades"; P. SCALCIONE, *The derivatives revolution. A trapped innovation and a blueprint for regulatory reform*, op.cit., Kluwer Law International, 2011, 158 e ss; P.M. VASUDEV, *Credit derivatives and the Dodd Frank Act- Is the regulatory response appropriate?* op.cit., in *Paper submitted to the Sixt Singapore International Conference on finance*, July 17-18,2012 available at: <http://ssrn.com/abstract=1984878>; M. GREENBERGER, *Diversifying clearinghouse ownership in order to safeguard free and open access to the derivatives clearing market*, in *University of Maryland, Francis King Carey School of Law*, available on site <http://ssrn.com/abstract=2014964>; L.A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, op.cit., in *Harvard Business Law Review* 2011, available at site <http://ssrn.com/abstract=1874806>; D.P.CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, op.cit., 2011, available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661>. Ampiamente sull'argomento cfr. W.C. TURBEVILLE, *Derivatives clearinghouses in the era of financial reform*, in *The Roosevelt Institute*, October 24, 010 available at site http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/wallace_clearinghouse.pdf. per l'A. "The principle provision of the Reform Act relating to derivatives was a requirement that they be cleared by a clearinghouse (a "Derivatives Clearing Organization" or "DCO" under regulations)[..] The world of derivatives is tremendously complex. Clearing, on the other hand, is an arcane business, undefined by law and regulation. It must be understood and subjected to rigorous analysis. Innovative approaches will be required to balance

■ L'intento è chiaro: la clearing house si porrà come controparte diretta di ciascuna delle due parti dell'operazione, svolgendo il ruolo di garante e compensatore delle partite comprate e vendute e garantendo, grazie al sistema dei margini, dal rischio di insolvenza di una delle due parti⁴⁴⁹.

I recenti episodi di fallimento della finanza derivata hanno infatti rivelato come gli attori del mercato non sono di sovente in condizione di conoscere l'esposizione della propria controparte verso soggetti non solvibili, ciò ha creato le premesse per una generalizzata crisi di fiducia da parte degli investitori, con conseguente fenomeni di fuga irrazionale dai mercati finanziari.

the benefits of broad availability of clearing to the derivatives markets with the need to operate the clearing system prudently. If this effort falls short, a major element of financial reform will fail to reach its potential. Several questions are suggested by the Reform Act and the current effort of regulators to implement it. • What are clearinghouses and what do they do? • What are the systemic risk implications of the requirements of the Reform Act? • How will the list of derivatives offered for clearing be determined? • What is the optimal clearing environment to address both derivative risk and systemic risk of clearinghouse failure? The first thing to know about clearing is that it does not eliminate any risk. In fact, it concentrates the credit risk inherent in derivatives transactions. Why would the marketplace do such a thing? There are several important advantages of clearing. • Clearinghouses manage credit risk using proven methods and systems which are uniform and virtually always superior to that which can be achieved by individual trading firms. • Since the clearinghouse is the counterparty in all transactions, counterparty credit is always the same for a trader. Therefore, the price of individual transactions is not influenced by difference in counterparty credit risk. (Note that this is not true for customer transactions, as described below.) • Operations, records and funds transfers are all centralized and efficient. • There are certain netting benefits that require less cash margin than bi-lateral transactions that are subject to full collateralization of credit risks. However, as a practical matter, most bi-lateral transactions are not fully collateralized". Cfr. anche PIERINI, Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America, in Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, op. cit., Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss.; PIERINI, Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati, in G. CERRINA FERONI (a cura di), Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito, op.cit., Torino, Giappichelli, 2011, 48ss ; BANI, Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2011, 150 ss

⁴⁴⁹ Sec. § 763 (let.B): "The rules of a derivatives clearing organization described in subparagraph (A) shall – "(i) prescribe that all swaps (but not contracts of sale of a commodity for future delivery or options on such contracts) submitted to the derivatives clearing organization with the same terms and conditions are economically equivalent within the derivatives clearing organization and may be offset with each other within the derivatives clearing organization; and "(ii) provide for non-discriminatory clearing of a swap (but not a contract of sale of a commodity for future delivery or option on such contract) executed bilaterally or on or through the rules of an unaffiliated designated contract market or swap execution").

Il problema che molti operatori hanno riscontrato all'indomani della crisi del 2008, nella negoziazione dei contratti derivati, era appunto l'assenza di una qualsivoglia Clearing House, per cui, la valutazione del rischio si fondava sostanzialmente sulla capacità della controparte di far fronte alle proprie obbligazioni⁴⁵⁰.

Orbene, molte società per la valutazione del rischio di default si erano rivolte alle agenzie di rating, le quali, tuttavia, portano con sé la responsabilità di aver contribuito al diffondersi dei c.d. titoli tossici, non essendo riuscite, o almeno non del tutto, a dare una corretta visione della rischiosità di alcuni titoli e società.

Le maggiori critiche rivolte alle società di rating hanno riguardato il presunto conflitto di interesse derivante dai legami spesso troppo stretti tra queste ultime ed il management delle società da valutare⁴⁵¹.

⁴⁵⁰ DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Milano, Cedam 2012, 295 ss; PIERINI, *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss; PIERINI, *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011, 48ss; BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Obama*, op. cit., in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 106 ss. MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op.cit., Nuova giuridica, 2011, 120 ss.

⁴⁵¹ Vedi quanto già scritto nelle note da 109) a 116). In aggiunta cfr. PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 253 ss. L'A. evidenzia come "le agenzie di rating diventano galline dalle uova d'oro; negli anni '90 e nei primi anni del nuovo millennio i loro profitti aumentano vertiginosamente grazie alla finanza strutturata. Ma non sono le uniche a guadagnare in questo apparente Eldorado... tutto il meccanismo, infatti, si basa sui giudizi delle agenzie: è solo grazie a loro che i mutui di bassa qualità si trasformano in titoli di alto livello. E' l'amara esperienza successiva dimostra che l'accuratezza dei giudizi delle agenzie scade di livello. La Commissione Levin nell'aprile 2011 accerterà che il 90% dei titoli strutturati con rating AAA emessi nel 2006 e 2007 è stato successivamente declassato a livello di junk bonds; nell'epoca precedente quella della finanza strutturata un titolo con rating AAA aveva meno dell'1% di probabilità di default.. le ragioni di questa cattiva performance delle agenzie sono molteplici" Tra queste l'A individua anche il conflitto di interessi, per il quale "una rilevanza ben maggiore del conflitto di interessi rispetto al periodo precedente perché, se, a livello mondiale, gli emittenti di obbligazioni sono decine di migliaia, nella finanza strutturata le banche d'affari che organizzano le operazioni si contano sulle dita delle mani"; OLIVIERI, *I servizi di rating tra*

Pertanto, il legislatore americano ha voluto introdurre una puntuale regolamentazione nel settore, infatti, il Dodd Frank Act, al Sottotitolo C del Titolo IX - Sec 931 ss, si occupa approfonditamente dei miglioramenti alla regolamentazione delle agenzie di *credit rating*, ovvero quelle sole agenzie riconosciute a livello nazionale le cui valutazioni di *rating*, la SEC consente siano utilizzate anche da altri operatori del mercato (tra le 10

concorrenza e regolazione, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2/2012, 283; DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, op. cit., Milano, Cedam 2012, 185 ss; FRATINI, *Sub art.4 bis*, in *Testo unico della finanza*, FRATINI, GASPARRI (a cura di), Milano, Ipsoa, 2012, 163 ss; SCARONI, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, 764 ss ; PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 179 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa*, 2010, 459 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbl. e contr.*, 2010, 289 ss.; ENRIQUES E GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, 475 ss.; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur comm.*, 2010, 01, 121. L'A. osserva che "la crisi finanziaria tuttora in atto - innescata dalla proliferazione incontrollata di operazioni di finanza strutturata certificate dal rating delle agenzie quando non addirittura pianificate con la consulenza delle medesime - sembra avere contribuito ad un cambio di rotta nella regolazione dell'attività di rating e dei soggetti che la svolgono, in quanto per la prima volta si assiste ad una produzione normativa volta a ridimensionare il peso del rating nell'ambito dei mercati finanziari e quindi il potere delle agenzie che lo emettono. In questo senso vanno letti, infatti, gli interventi di riforma proposti sia in America che in ambito comunitario, volti a introdurre una nuova forma di vigilanza sulle agenzie, che incida profondamente anche sull'assetto del mercato finanziario nel suo complesso" Ad avviso di ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impresa e società*, 2009, 1, 5 ss., a partire dal marzo 2007 il sistema finanziario internazionale è precipitato «nella crisi più grave della storia» e sul banco degli imputati ci sarebbero i conflitti di interesse degli operatori, ivi inclusi quelli delle agenzie di rating ; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 80; PERRONE, *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1030, Secondo l'Autore Il finanziamento delle società di rating attraverso le commissioni pagate dagli emittenti, unitamente al proliferare del business dei servizi accessori di consulenza da parte delle agenzie in favore dei medesimi clienti a cui viene attribuito il rating, sono tutti fenomeni che possono aprire la strada a comportamenti di *moral hazard* capaci di pregiudicare il mercato; TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 932. In Lingua inglese cfr. Coffe Jr., *Turmoil in the U.S. markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "banking, housing and urban affair" costituito presso il Senato statunitense) available at site www.senate.gov, in cui definisce le agenzie di rating sono «watchdog paid by the persons they have to watch»; F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, <http://ssrn.com/abstract=9002572006>, 15, il quale osserva che al giorno d'oggi circa il novanta per cento delle entrate delle agenzie di rating provengono dagli emittenti.

riconosciute, basti citare *Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Rating*).

Sul punto ci pare interessante richiamare, in estrema sintesi, le ragioni poste a fondamento della riforma introdotta dal Dodd Frank Act, indicate nelle conclusioni della **Sec. § 931**:

a) Che, data l'importanza sistemica dell'affidabilità creditizia e al fiducia in essa da parte d'investitori privati e istituzionali e dai soggetti deputati alla regolamentazione dei mercati finanziari, le attività e le prestazioni delle agenzie di rating, comprese le organizzazioni di rating statistiche riconosciute a livello nazionale, sono questioni di pubblico interesse nazionale;

b) Che, svolgendo le agenzie di rating un ruolo d'intermediario fondamentale nel mercato del debito, esse devono essere sottoposte ad un livello di controllo pubblico simile a quello vigente per i revisori contabili ed analisti finanziari;

c) Che, specie nell'attività di collocamento di prodotti finanziari che sono strutturati sul rating potenziale di tali prodotti, le agenzie di rating si trovano di fronte a conflitti d'interesse che dovranno, d'ora in avanti essere attentamente monitorati e trattati in modo esplicito nella legislazione al fine di dare poteri più chiari alla Securities and Exchange Commission;

d) Che, nella recente crisi finanziaria, i rating dei prodotti finanziari si sono rivelati imprecisi. Questa imprecisione ha contribuito significativamente alla cattiva gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie e degli investitori e questa ha, a sua volta, influito negativamente sulla salute dell'economia degli

*Stati Uniti e in tutto il mondo. Tale inesattezza richiede che vi sia una crescente responsabilità in capo alle agenzie di rating riconosciute a livello nazionale*⁴⁵².

Ad un' attenta lettura delle disposizioni contenute nel Dodd Frank Act (Sec 932 ss) si evince che le principali novità introdotte sono le seguenti:

- 1) Ogni agenzia di *rating* statistico riconosciuta a livello nazionale avrà l'obbligo di istituire, mantenere, applicare e documentare una efficiente struttura di controllo interno che verifichi l'attuazione e l'adesione a principi e procedure per determinare i *credit rating*, con apposito regolamento⁴⁵³;
- 2) La SEC avrà il potere di sospendere temporaneamente o revocare definitivamente l'iscrizione di un'agenzia di *rating* nel caso in cui ritenga

⁴⁵² Sec. § 931 (Findings) " Congress finds the following: (1) Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy. (2) Credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, play a critical "gatekeeper" role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability.(3) Because credit rating agencies perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial "gatekeepers" do, the activities of credit rating agencies are fundamentally commercial in character and should be subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers. (4) In certain activities, particularly in advising arrangers of structured financial products on potential ratings of such products, credit rating agencies face conflicts of interest that need to be carefully monitored and that therefore should be addressed explicitly in legislation in order to give clearer authority to the Securities and Exchange Commission. (5) In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies").

⁴⁵³ Sec § 932 (INTERNAL CONTROLS OVER PROCESSES FOR DETERMINING CREDIT RATINGS). "(A) IN GENERAL. "Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, enforce, and document an effective internal control structure governing the implementation of and adherence to policies, procedures, and methodologies for determining credit ratings, taking into consideration such factors as the Commission may prescribe, by rule".

che questa non possieda le risorse finanziarie e gestionali adeguate per fornire corrette valutazioni di *credit rating*⁴⁵⁴;

3) Dovranno essere emanate regole per impedire che le vendite e le remunerazioni commerciali dell'agenzia di rating statistico influenzino la realizzazione delle valutazioni dell'agenzia di rating⁴⁵⁵;

4) Al fine di permettere agli utilizzatori delle valutazioni di *credit rating* di valutare l'accuratezza delle stesse e di confrontarle con quelle effettuate da altre agenzie SEC dovrà emanare disposizioni che obblighino le agenzie a rivelare pubblicamente le informazioni concernenti le valutazioni eseguite, per ogni tipo di soggetto obbligato, titolo e strumento finanziario, e ogni successiva modificazione di tali valutazioni⁴⁵⁶;

5) Per esercitare un'azione di risarcimento danni nei confronti di un'agenzia di rating per le erronee dichiarazioni rese dalla stessa, sarà ora sufficiente, secondo quanto dispone, il Dodd Frank Act che la

⁴⁵⁴ Sec § 932 (SUSPENSION OR REVOCATION FOR PARTICULAR CLASS OF SECURITIES) "(A) IN GENERAL. *"The Commission may temporarily suspend or permanently revoke the registration of a nationally recognized statistical rating organization with respect to a particular class or subclass of securities, if the Commission finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that the nationally recognized statistical rating organization does not have adequate financial and managerial resources to consistently produce credit ratings with integrity."*

⁴⁵⁵ Sec § 932 (SEPARATION OF RATINGS FROM SALES AND MARKETING) "(A) RULES REQUIRED. *"The Commission shall issue rules to prevent the sales and marketing considerations of a nationally recognized statistical rating organization from influencing the production of ratings by the nationally recognized statistical rating organization"*.

⁴⁵⁶ Sec § 932 (REVIEW BY THE NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION) *"Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce policies and procedures reasonably designed to ensure that, in any case in which an employee of a person subject to a credit rating of the nationally recognized statistical rating organization or the issuer, underwriter, or sponsor of a security or money market instrument subject to a credit rating of the nationally recognized statistical rating organization was employed by the nationally recognized statistical rating organization and participated in any capacity in determining credit ratings for the person or the securities or money market instruments during the 1-year period preceding the date an action was taken with respect to the credit rating, the nationally recognized statistical rating organization shall"*.

denunzia allegghi in modo specifico i fatti da cui si possa dedurre ragionevolmente che l'agenzia di rating ha omesso consapevolmente o in modo sconsiderato di condurre un'adeguata indagine sullo strumento valutato, in relazione agli elementi fattuali richiamati nella procedura di valutazione del *credit rating* da questa predisposta; o di ottenere un riscontro di tali elementi fattuali da altre fonti che l'agenzia di *rating* considerava competente o che erano indipendenti dall'emittente e dal sottoscrittore⁴⁵⁷.

Questa ultima disposizione in tema di risarcimento danni, come è stato osservato in dottrina, ha alleggerito l'onere gravante sul soggetto che promuove l'azione risarcitoria nei confronti delle agenzie di rating: l'elemento soggettivo della condotta si considera sussistente, quando dai fatti è possibile ragionevolmente inferire che l'agenzia di rating del credito abbia agito dolosamente o colposamente, intenzionalmente o imprudentemente, omettendo di condurre un'indagine accurata circa la sicurezza del giudizio emesso rispetto agli elementi di fatto e alla metodologia utilizzata per la valutazione del credito, oppure omettendo

⁴⁵⁷ Sec § 933 (RULEMAKING) *"In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed – "(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or"(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter."*

di verificare la veridicità dei predetti elementi di fatto da fonti indipendenti dall'emittente⁴⁵⁸.

Le predette novità risultano di particolare interesse e quanto mai necessarie atteso che il declassamento del rating di una società può indurre la stessa in un circolo vizioso da cui è difficile uscire indenni. Infatti, se si passa ad un livello inferiore, non solo i tassi d'interesse per eventuali prestiti alla società esaminata tendono a salire, rendendo di fatto più esoso il ricorso al capitale sia di rischio che di credito, ma addirittura si possono attivare delle clausole presenti in alcuni contratti per cui, oltrepassato un certo rating che funge da limite minimo, il rimborso del prestito deve avvenire in un'unica soluzione⁴⁵⁹.

⁴⁵⁸ Cfr ancora PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 264 ss; FRATINI, *Sub art.4 bis*, in *Testo unico della finanza*, FRATINI, GASPARRI (a cura di), op.cit., Milano, Ipsoa, 2012, 167

⁴⁵⁹ PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *costituzionalismo.it* 1 giugno 2012 – FASCICOLO2/2012. L'A osserva come "ora, nel valutare la solidità creditizia dei titoli finanziari emessi dagli Stati, le agenzie di rating operano in segreto e si basano su indici volatili, poiché oltre alla capacità di ripagare il debito, esse considerano il "rischio politico", inteso come "volontà di ripagare il debito"; di converso, la loro conclamata assenza di pregiudizio ideologico è resaimplausibile dalle valutazioni di politica economica che sono alla base del rating, fondate su un "ortodosso liberalismo" e sull'assunto che i sistemi più aperti al mercato e meglio in grado di garantire i diritti di proprietà sarebbero per ciò stesso meritevoli di ratings più elevati. D'altra parte la tesi che i ratings si risolverebbero in semplici opinioni, discutibilissima in riferimento all'azione delle agenzie negli Stati Uniti, diventa grottesca in presenza del loro enorme condizionamento sulle decisioni di altri Stati, tanto che gli esponenti delle agenzie sono stati talvolta scambiati per rappresentanti del governo americano"; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, op. cit., in *Giur. comm.* 2010, 01, 121. L'A rileva come "un rating basso può avere effetti molto lesivi nei confronti del soggetto che lo subisce, dal momento che mette in dubbio la sua solvibilità e quindi può sottoporlo al taglio di eventuali linee di credito o alla necessità di accantonare maggiori risorse a garanzia degli strumenti che emette, rendendo assai più difficoltoso il reperimento di finanziamenti; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 713 per la quale "un rating elevato, cui corrisponde un rischio inferiore, consente all'emittente non soltanto di collocare i propri titoli anche sul mercato internazionale, ma soprattutto di offrire un tasso di interesse più basso o di chiedere un corrispettivo più alto per l'operazione di emissione, con una complessiva riduzione del costo di raccolta del capitale di credito. Questo effetto si deve, d'altronde, alla possibilità per gli emittenti interessati a dimostrare la migliore qualità della propria emissione di trasmettere informazioni "sensibili" alle agenzie di rating, le quali potranno verificarle e valutarle senza doverle comunicare pubblicamente e, soprattutto, senza rivelarle alle imprese concorrenti. Da quanto sin qui esposto dovrebbe risultare chiaro che le agenzie di rating agiscono quali "intermediari dell'informazione" fra emittenti ed investitori. Ciò posto, si comprende come il rating sia considerato alla stregua di un "bene pubblico", dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali

Considerando poi che il prezzo di molti strumenti derivati, specialmente creditizi, è legato alla valutazione societaria, si può ben immaginare come e perché un declassamento provochi il suddetto circolo vizioso.

Infine, molte agenzie di rating, durante la recente crisi dei mercati hanno commesso gravi errori di valutazione concernenti prodotti strutturati⁴⁶⁰. Non sono mancati casi in cui sono stati valutati AAA, ovvero con il massimo possibile, titoli emessi da società che nel giro di poco tempo sono state dichiarate fallite⁴⁶¹.

verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche, per l'altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un'autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni. Tanto premesso, si può intendere che il successo delle agenzie di rating è strettamente legato al livello di reputazione raggiunto e mantenuto presso gli investitori".

⁴⁶⁰ LENER- RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interessi: sintomi e cure*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 353; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441; PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 455; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, op. cit., in *Giur. comm.* 2010, 01, 121, il quale osserva con riferimento ai prodotti finanziari strutturati che "se i modelli e le metodologie di rating paiono già di per sé tendenzialmente criptiche e di difficile interpretazione, esse lo sono tanto più se applicate a strumenti la cui struttura finanziaria risulta estremamente complessa. Di conseguenza è fatto obbligo alle agenzie di divulgare in sede di riconoscimento i peculiari accorgimenti tecnici e le deviazioni dai modelli normalmente in uso, adottate dall'agenzia nella valutazione di prodotti finanziari strutturati, al fine di consentire una vigilanza più penetrante su questo segmento di mercato rivelatosi profittevole per le agenzie e deleterio per la stabilità finanziaria globale[...]; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca e borsa, Giuffrè, Milano, 2009, 6-7, il quale tuttavia non manca di osservare che «(...) non solo questo bene [l'affidabilità] è acquistato e pagato da soggetti (=gli emittenti) che sono interessati ad esibirlo e che tuttavia, di per loro, non sono troppo interessati alla sua qualità essendone altri (=gli investitori) i beneficiari». L'Autore osserva come la recente crisi della finanza strutturata mondiale abbia fatto emergere i punti di debolezza del sistema, dimostrando come le società di rating – sebbene intrinsecamente orientate verso comportamenti virtuosi – «partecipano di un "immaginario ambientale" (il senso comune congiunturale delle élites finanziarie globali) che può cogliere le "devianze singolari" ma tendenzialmente non vede in che direzione si muova il sistema che lo produce (=nessuna agenzia aveva previsto la crisi di Lehman Brothers, ecc.)», con l'effetto finale che «l'affidabilità di chi vende affidabilità non sempre è garantita, o non lo è nella misura che le si accredita».

⁴⁶¹ In dottrina è ampiamente dibattuto il tema della responsabilità dell'agenzia di rating per la diffusione di informazioni inesatte, in termini esemplificativi si rinvia a quanto già scritto nel primo capitolo 2.4 e in aggiunta cfr. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, op. cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, op. cit., in *Giur. comm.* 2010, 01, 12, secondo il quale "più

Si pensi al celebre caso Lehman Brothers, i cui titoli sono stati giudicati nel breve periodo affidabili da parte di Standard & Poor's addirittura pochi giorni prima del *default*.

Ed ancora il caso **Fannie Mae**, nel febbraio del 2008, Moody's aveva assegnato a Fannie un rating Aaa, con un outlook definito stabile, dopo pochi mesi nel settembre 2008, il Governo americano è stato costretto ad effettuare uno dei più grandi salvataggi della storia economica del paese per evitare il fallimento della società.

Per capire quale giudizio sull'affidabilità sottenda una votazione AAA basti pensare che è la stessa con la quale sono valutati i titoli del tesoro statunitensi⁴⁶².

complessa sembra essere invece l'ipotesi in cui la domanda di risarcimento sia avanzata da uno o più investitori il cui pregiudizio è dovuto alla perdita di valore di un titolo rivelatosi altamente rischioso, che essi hanno acquistato indotti dal rating elevato assegnatogli. In questa ipotesi nessun vincolo di natura contrattuale lega l'agenzia di rating all'attore, quindi ovviamente l'ipotesi della responsabilità contrattuale andrà preventivamente accantonata. Parimenti, non sembra calzante nemmeno il modello della responsabilità precontrattuale, che si è invece rivelata un utile strumento per ricostruire il paradigma della responsabilità in relazione ad altre fattispecie idonee a provocare danni all'investitore tramite un'errata informativa finanziaria, quale ad esempio il prospetto informativo. Infatti, nel caso in esame, l'agenzia non diviene mai parte del contratto che è concluso sulla base del suo rating errato, perciò sarà necessario ancora una volta ricostruire la responsabilità secondo il modello extracontrattuale. In questo caso si ha una situazione opposta a quella dell'emittente danneggiato dal rating non richiesto: il rating errato porta alla conclusione di un contratto che non sarebbe stato concluso qualora avesse riflesso in modo preciso i reali profili di rischio dei titoli che del contratto erano oggetto. Anche in questo caso la natura del documento che identifica il carattere ingiusto del danno va ricercata nella lesione (questa volta positiva) della libertà contrattuale, che è integrata quando un contraente, sulla base delle informazioni del terzo, è indotto a concludere un contratto che altrimenti non avrebbe concluso. Dal momento che la stessa giurisprudenza ammette che tali informazioni ben possano concernere le condizioni di solvibilità di un soggetto in modo tale da indurre un terzo a contrattare con lui o ad accordargli linee di credito, le agenzie di rating sembrano rientrare perfettamente in tale fattispecie, una volta dimostrato che l'affidamento sui loro giudizi sia stato determinante nell'indurre l'investitore a concludere il contratto con l'intermediario per l'acquisto dello strumento finanziario. Caso esemplare è Cass., 18.07. 2002, n. 10403, in Mass. foro it., 2002, ove si afferma la responsabilità della società di revisione Arthur Andersen "per i danni derivati a terzi dall'attività di controllo e di certificazione del bilancio di una società su incarico della società medesima" che avrebbe persuaso i promissari acquirenti di tali quote societarie a stipulare il contratto definitivo relativo al loro acquisto, ma che se avessero conosciuto il reale valore della società tramite un'attività di certificazione veritiera, avrebbero esercitato il diritto di recesso previsto dal contratto preliminare".

⁴⁶² SALA, *Analisi di bilancio, rating e valutazioni*, Milano, 1997, 163 ss.: «È assai importante che il potenziale finanziatore imposti un processo analitico di formulazione del rating, in modo da disporre di una valutazione il più possibile razionale e affidabile delle probabilità di ottenere il rimborso del finanziamento erogato. In questo modo il finanziatore può minimizzare i fenomeni di sofferenze ed insolvenze e massimizzare

Non dimentichiamo il caso Parmalat, in Italia, in cui una nota agenzia di rating Standard & Poor's dava una positiva valutazione (BBB) dei titoli obbligazionari emessi dalla società, addirittura una settimana prima del default⁴⁶³.

la redditività e la qualità del proprio portafoglio impieghi. Le fasi della costruzione di un modello di rating sono sostanzialmente quattro: individuazione degli indici sui quali fondare un giudizio di affidabilità creditizia. Tali indici, combinati tra loro, dovranno essere in grado di esprimere la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari, prendendo in considerazione gli aggregati di bilancio più significativi allo scopo. Gli indici valuteranno aspetti economico-finanziari strettamente connessi con il rischio di insolvenza: la solidità patrimoniale, la capacità di generazione di flussi operativi e di cassa in rapporto agli oneri da sostenere, la variabilità dei margini nel tempo; individuazione degli intervalli entro i quali i risultati di tali indici dovranno posizionarsi per determinare un punteggio più o meno elevato (credit scoring); individuazione dei punteggi minimo e massimo: naturalmente maggiore è il punteggio massimo attribuibile, maggiore sarà il peso relativo che caratterizzerà quell'indice; scelta di una tabella di conversione del punteggio totale (ottenuto dall'applicazione dei vari indici) in un codice sintetico espressivo dell'affidabilità del soggetto analizzato. Tale codice potrà essere una lettera (A, B, C), un insieme di lettere (AA, AB, BB, ecc.), una combinazione di lettere e numeri (A1, A2, A3, ecc.), una combinazione di lettere e segni (AA+, BB-, ecc.). È essenziale in ogni caso che venga definita una successione di codici corrispondenti a classi di affidabilità crescenti o decrescenti. L'uso di numeri e lettere è in questo senso assai funzionale; l'inserimento di + e - permette di graduare più finemente la scala prescelta. Tutte e quattro le fasi individuate richiedono un notevole sforzo analitico ed empirico».

⁴⁶³ V. il primo precedente in materia di responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'emittente. La vicenda processuale origina da un'azione intrapresa dall'amministratore straordinario di Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. nei confronti della divisione italiana e francese della società di rating Standard & Poor's, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni derivati alle società attrici ed alla massa creditoria a causa dell'inadempimento delle convenute alle obbligazioni contrattuali : Trib. Milano, 10.7.2011, in *Le Società*, 2011, 12,1444 (parti: *Parmalat Finanziaria s.p.a. e altro c. The Mac-Graw Hill Companies s.r.l. ed altro*) per il tribunale ambrosiano "l'agenzia di rating che incorre, nell'espletamento dell'attività professionale, in una serie di plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a proprie regole metodologiche, ma anche, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe concretamente dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, è tenuta a restituire al committente i compensi dallo stesso percepiti ai sensi e per gli effetti degli artt. 1455 e 1458 c.c.." Il Tribunale di Milano, rifacendosi alle valutazioni contenute nella relazione peritale redatta dai C.T.U., definisce il rating come "l'opinione espressa da un'organizzazione indipendente, detta agenzia di rating, sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte ai propri impegni finanziari (pagamento di interessi e rimborso del capitale).[.]Appare d'indubbia evidenza, infatti, che la concreta esigenza di addivenire ad una sempre più completa trasparenza dei mercati rappresenta un aspetto di rilevante importanza in un contesto finanziario globalizzato, nel quale costituisce un valore aggiunto il concreto superamento delle numerose asimmetrie informative esistenti tra i soggetti ivi operanti («disclosure of informations»), allo scopo di accelerare il processo di disintermediazione creditizia attualmente in corso, la migliore allocazione delle risorse e la creazione effettiva di valore per gli azionisti-risparmiatori. Sul caso, in dottrina cfr. PONZANELLI, Quando sono responsabili le agenzie di rating, op. cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441. Secondo l'A "la decisione milanese lascia peraltro sul tappeto i veri problemi che sono a) i limiti del sindacato giurisdizionale sulla corretta applicazione delle metodologie di rating; infatti il giudizio di rating rappresenta una sintesi di diverse valutazioni, sia sul piano industriale sia su quello finanziario, che con rinvio costante a considerazioni di tipo soggettivo, molto legate, come tali, alla particolarità del caso, sicché è assai arduo immaginare una negligenza delle agenzie di rating; b) il fatto che le informazioni sono fornite dalla società, né rinetra certo nei doveri-poteri delle agenzie di rating accertare la veridicità delle informazioni, la ricerca e la scoperta di frodi.. il rater è responsabile, se offre un'informazione inesatta; l'inadempimento consiste, nella

Da ultimo, occorre ricordare la notizia divulgata dall'agenzia di rating Moody's in piena mattinata a "mercati aperti" verso le ore 10.04 del 6 maggio 2010 attraverso un "report" (uno *special comment*) sulla "Valutazione di Moody's del rischio di contagio sovrano a specifici sistemi bancari", in cui intenzionalmente si suggeriva ai Mercati ed agli Investitori – con un ambiguo e tendenzioso artificio argomentativo una relazione tra il "rischio Grecia" e la "rischiosità" delle Banche italiane, paventando altresì un rischio di contagio della crisi del debito sovrano della Grecia alle Banche italiane: relazione e rischio in realtà a quella data inesistenti (come noto all'Agenzia di rating ed ai suoi analisti alla stregua dei dati ufficiali a tenore dei quali l'esposizione delle Banche italiane nei confronti della Grecia era bassa e pari - sul totale delle attività nei confronti di soggetti esteri - all'1.2%, a fronte del 6% delle Banche portoghesi, del 2,9% delle Banche francesi, e dell'1,4% di quelle tedesche) e tuttavia – proprio in diretta conseguenza di quell'annuncio - percepite come realmente esistenti (come dimostrato – subito dopo la divulgazione

normalità dei casi, nel fatto che la valutazione è stata troppo positiva (una sorte di over-valuation), che ha poi portato, secondo l'id quod plerumque accidit, all'acquisto di quelle obbligazioni; ma – è davvero opportuno ribadirlo – l'informazione errata diventa fonte di responsabilità solo se la metodologia utilizzata possa essere giudicata gravemente lacunosa e carente"; MARANIELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 5, 346; GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli*, in *Le Società*, 2011, 12, 1444. Si veda anche Trib. Catanzaro, 2.03.2012, in *www.ilcaso.it* che vede convenuti in giudizio un istituto bancario che aveva aderito al Consorzio Patti Chiari per la vendita di obbligazioni Lehman Brothers e la Standard & Poor accusata di avere mantenuto un alto rating dei titoli Lehman fino a pochi giorni antecedenti la presentazione dell'istanza di fallimento dell'emittente al fine di non incidere sulle sorti della Lehman, operando in palese conflitto di interesse. Il Tribunale di Catanzaro ha condannato l'Istituto di credito, riconoscendolo colpevole per avere violato l'obbligo di informativa continuativa sull'andamento del titolo, impedendo ai propri clienti di vender il titolo al meglio prima del default dell'emittente. Mentre il Tribunale ha rigettato la domanda di condanna nei confronti dell'agenzia di rating, Standard & Poor's per carenza di elementi probatori a sostegno, senza entrare nel merito delle contestazioni.

della notizia/annuncio – dagli immediati commenti diffusi dai principali strumenti di informazione, dal coro di reazioni critiche espresse dalle supreme pubbliche autorità italiane, infine dai rendimenti negativi dei titoli bancari italiani sui Mercati).

Su tale episodio la Procura di Trani ha aperto un'indagine tuttora in corso su esposto della Federconsumatori, per la quale si attende il rinvio a giudizio per alti dirigenti dell'agenzia di rating Mood's, ai quali sono stati contestati delitti di aggio e manipolazione del mercato pluriaggravati previsti e puniti dagli artt. 110 – 81 c.p. – 2637 cod. civ. e 185 co. 1 e 2 D. Lgs. 24/2/1998 n. 58 – 61 n. 7 c.p.⁴⁶⁴

⁴⁶⁴ Vedasi il testo dell'avviso all'indagato della conclusione delle indagini preliminari e informazione di garanzia (art 415 bis e 369 c.p.p) della Procura della Repubblica di Trani, a firma del P.M dott. Michele Ruggiero reperibile sul sito <http://www.federconsumatori.it/news/>. In cui si legge *“Attraverso, quindi, la violazione delle norme del Regolamento europeo sull'attività di rating che impongono “trasparenza, correttezza, completezza e qualità adeguata” delle informazioni da rendere ai Mercati ed attraverso “artifici informativi” (costituenti condotte solo in apparenza lecite, ma effettivamente illecite ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2637 c.c. e 185 T.U.F. per come combinate fra loro) – artifici consistiti sia in una scelta mirata dei tempi della comunicazione (operata a mercati aperti ed a contrattazioni in pieno svolgimento: condizioni in cui gli “annunci”, specie quando provenienti da una nota Agenzia di rating, sortiscono – se non corretti, chiari e trasparenti – effetti di turbolenza e volatilità sui mercati), sia nell'utilizzo di uno strumento informativo scarso ed eccessivamente sintetico (l'Annuncio/Announcement), sia nell'impiego di tecniche argomentative suggestive, ambigue e foriere di allarme (una “premessa” che induceva una prevedibile associazione di idee capace di disorientare e negativizzare gli attori del mercato) – gli analisti Abercromby e Wasseberg fornivano intenzionalmente ai Mercati finanziari (quindi agli Investitori) INFORMAZIONI TENDENZIOSE, DISTORTE (e, come tali, anche “falsate”) in merito all'affidabilità creditizia del sistema bancario italiano, idonee a disincentivare l'acquisto di titoli bancari italiani e deprezzarne, così, il valore. In conseguenza della diffusione del Comunicato e della percezione (ad opera di mercati ed investitori) del suo contenuto informativo in termini negativi con riguardo al sistema bancario italiano nel suo complesso, si determinava – per un verso – un minore affidamento del pubblico degli investitori nella stabilità patrimoniale dei gruppi bancari italiani (art. 2637 c.c.) e – per l'altro – un sensibile deprezzamento dei titoli bancari italiani quotati; ed infatti, mentre prima del 6/5/2010 (segnatamente tra il 26 aprile e il 5/5/2010) il rendimento anormale medio cumulato dalle banche italiane era pari a - 1,82% (nettamente migliore di quello delle banche di Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo pari a - 4,91% ed addirittura migliore di quello delle banche dei Paesi UE non in crisi, pari a - 2,32%), in conseguenza del Comunicato di Moody's e dopo di esso (segnatamente dal 6/5 al 14/5/2010) il rendimento anormale medio per le banche dei Paesi UE non in crisi era leggermente positivo (+0,18%), mentre restava negativo per le Banche italiane toccando un valore (- 1,79%) addirittura lievemente peggiore di quello delle Banche dei GIPS Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo. Con le descritte condotte, gli indagati “ponevano in essere” artifici a carattere informativo “concretamente idonei: 1) ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico (degli investitori nazionali ed internazionali) ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari italiani (art. 2637 c.c.); 2) a provocare un sensibile deprezzamento dei titoli bancari italiani (art. 185 TUF). Fatti da ritenere aggravati sia*

Va tuttavia osservato, come ha puntualizzato attenta dottrina⁴⁶⁵, che *“i giudizi di rating dipendono dalle informazioni volontariamente fornite dagli emittenti, dai suoi advisors o direttamente acquisite e selezionate dalle società nell’ambito delle informazioni pubbliche o comunque disponibili d’ufficio. In siffatta guisa, è d’immediata evidenza che la natura del rating è equivalente a quella di una mera opinione, risultando il giudizio variabile dipendente dalle informazioni ricevute e della intrinseca veridicità, non potendo strutturalmente confondersi né con i giudizi espressi dalle società di revisione né, più in generale, con quelli relativi ai controlli contabili”*.

La configurazione dei giudizi di rating come opinioni, sia pur tecnicamente qualificate, ha condotto negli Stati Uniti a un inquadramento del rating nell'ambito della più ampia libertà di espressione, garantita dal I emendamento della Costituzione e riconosciuta alle agenzie dalle Corti di quel Paese

ai sensi dell'art. 185 cpv. T.U.F. perché di “rilevante offensività” (giacché commessi in danno dei gruppi bancari italiani nel loro complesso), sia ai sensi dell' art. 61 n. 7 c.p. per avere cagionato al sistema bancario italiano un danno patrimoniale di rilevantissima gravità”. V. sullo stesso argomento i seguenti articoli di giornale : Il Messaggero del 13.07.2012 dal titolo *“Moody's, chiusa inchiesta a Trani«Informazioni distorte ai mercati”*; Il Gazzettino.it del 13.07.2012 dal titolo *“Moody's, inchiesta Trani si chiude con 2 indagati ai vertici dell'agenzia”*; Il Corriere della sera del 13.07.2012 dal titolo *“Agenzie Rating: Procura Trani chiude indagini su Moody's”*. In dottrina cfr. PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 253 ss.

⁴⁶⁵ Trattasi di opinione alquanto diffusa in dottrina, in termini esemplificativi cfr. PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 253 ss; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, op. cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441; SCARONI, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori*, op.cit., in *Contratto e impresa*, 2011, 764 ss; PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, op.cit., in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 179 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, op. cit., in *Banca impresa*, 2010, 459 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, op.cit., in *Obbl. e contr.*, 2010, 289 ss.; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, op.cit., in *Giur. comm.*, 2010, 01,121; FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, 912.

I tribunali americani valutano i giudizi di *rating* protetti dal I emendamento in quanto «*opinions on a matter of public concern*» e dunque suscettibili di fondare una responsabilità in capo alle agenzie di *rating* solamente se emessi in mala fede, ma il *case law* dimostra come anche i *records* delle agenzie siano assistiti dal «*journalist's privilege*», il che diminuisce grandemente la possibilità per chi voglia agire contro le agenzie di *rating* di dimostrare la fondatezza della propria azione ⁴⁶⁶.

⁴⁶⁶ Si veda caso *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service Inc.*, nel quale il distretto scolastico di Jefferson County in Colorado chiedeva un risarcimento alla nota agenzia di *rating*, colpevole a suo dire di avere emesso un *rating* negativo sulla situazione patrimoniale e finanziaria del distretto, in conseguenza del quale era stato reso necessario un aumento degli interessi sui *bonds* emessi dallo *school district* per poterli vendere sul mercato. Il *Jefferson County School District* adduceva poi che il *rating* di Moody's (che era *unsolicited*, perciò non richiesto né pagato dall'*issuer*) fosse in primo luogo basato su informazioni false e non attuali ed inoltre che fosse stato motivato da una volontà di ritorsione nei confronti dell'emittente, che aveva deciso di valersi dei servizi offerti da altre agenzie di *rating*. La *Court of Appeal* del Colorado, dichiarando sussistenti per le agenzie di *rating* le tutele previste dal Primo Emendamento, stabilì che anche qualora alla base il *rating* negativo vi fosse una volontà di ritorsione, la parte attrice dovesse comunque provare la sostanziale falsità delle informazioni divulgate presso il pubblico tramite il *rating* e poiché l'emittente non fu in grado di assolvere a tale onere probatorio, fu pronunciato dal giudice un verdetto a favore di Moody's. In altri casi, i giudici americani hanno ritenuto che il privilegio delle CRAs fosse *qualified*, ma non *absolute* e dunque che i loro giudizi possano essere regolati al di fuori delle garanzie del I emendamento, senza però giungere a condanne per la mancanza di una effettiva dimostrazione della fondatezza della domanda attorea, come nel caso *Newby v. Enron Corp.*, 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, (S.D. Tex., Feb. 16, 2005) (la stessa affermazione della natura non assoluta del privilegio delle CRAs è rinvenibile anche nel caso *Orange County*) o lo hanno ritenuto non sussistente perché il *rating* era stato emesso dietro richiesta e pagamento da parte dell'attore: così nel caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 94 P.3d 106, 109 (Okla. Civ. App. 2004), in cui CFS aveva richiesto e pagato Moody's per il *rating* dei suoi *bonds*. In altri casi ancora le specifiche circostanze del caso o la particolare complessità dell'operazione hanno condotto a decisioni sfavorevoli alle CRAs.: v., ad es., *American Savings Bank, FSB v. UBS PaineWebber, Inc.*, 2002 U.S. Dist. LEXIS 24102, * 2-3 (S.D.N.Y. Dec. 16, 2002), che non ha riconosciuto a Fitch il privilegio poiché «*not primarily engaged in newsgathering generally, nor was it doing so when procuring the information sought by the subpoenas. The Court finds that Fitch is not entitled to the protections offered by the journalist privilege.*» Innovativa e per certi aspetti rivoluzionaria è invece la sentenza emessa da un giudice del distretto Sud di New York il 2 settembre 2009 «*Abu Dhabi Commercial Bank & King County, Washington v. Morgan Stanley & Co., et al.*», No. 08 Civ. 7508, 2009 U.S. Dist. Lexis 79607 (S.D.N.Y. Sept. 2, 2009). Per la prima volta, infatti, è stato stabilito che la tutela del primo emendamento della Costituzione americana (la libertà d'espressione) non può essere lo scudo dietro il quale le agenzie di *rating* nascondono i loro errori. In particolare il giudice ha stabilito che, quando i *rating* vengono emessi su prodotti strutturati e sulle *Siv*, non sono rivolti al pubblico, ma a determinate categorie d'investitori, e quindi non possono essere tutelati dalla libertà d'espressione che ha garantito finora l'impunità. La Corte ha affermato «*protects rating agencies . . . from liability arising out of their issuance of ratings and reports because their ratings are considered matters of public record.*»... «*where a rating agency has disseminated [its] ratings to a select group of investors rather*

Una valutazione degli effetti e della portata della legge Dodd-Frank e' del tutto prematura, atteso che molto dipendera' anche dalla efficienza delle undici agenzie federali alcune delle quali ancora in corso di strutturazione e sulla loro capacita' di interconnettersi, nonché dalla portata dei regolamenti attuativi. Inoltre, alcuni punti della riforma – come e' stato evidenziato nei primi commenti⁴⁶⁷ – sono ancora incompleti e necessitano di interventi chiarificatori: si pensi alle norme relative alle procedure di salvataggio o di sussidio tramite garanzie che consentono ancora a molte societa' finanziarie di trovare fondi per le loro attivita' a

*than to the public at large, the rating agency is not afforded the same protection". La sentenza è reperibile in R. GROSSMAN, *Fraud claims proceed against rating agencies and investment bank arranger arising from sale of mortgage-backed Securities*, in *Financial Services Litigation Newswire*, December 2009, available at site <http://www.chadbourne.com/files/Publication>. Cfr. tra i primi commenti PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 273 ss.*

⁴⁶⁷ DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, op. cit., Milano, Cedam 2012, 295 ss.; PIERINI, *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, op. cit., in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, Torino, Giappichelli, 2012, 133 ss; BERTOLDI, *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di barack Omaba*, op. cit, in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 106 sa; MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, op. cit., Nuova giuridica, 2011, 112; BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale nel Dodd Frank Act: un approccio costi benefici*, op. cit., in *Rivista Bancaria*, 2011, n.4, 39; BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volker rule come risposta degli USA*, op.cit., in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 109 ss ; MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, op.cit., in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535. Cfr A.E.WILMARTH, JR., *The Dodd-Frank Act: a Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, op.cit., in *Oregon Law Rev.*, 2011 (89). Particolarmente critico GREENE, *Dodd-frank and the Future of financial regulation*, op. cit., in *Harvard Business Law Review on line*, 2011, available at http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/HBLR-Greene_Symposium1.pdf per il quale "Critically, Dodd-Frank fails to reconfigure in any significant way the fragmented US regulatory structure. Rather than consolidating existing agencies into one or two regulators, each able to act quickly and efficiently, we now require regulators with a history of disagreement and difficulty in operating together to sit collegially around the Council's table and make key decisions by a vote of a majority or two-thirds of its members, depending on the issue. A single federal regulator may not be the answer, but the number of federal regulators we now have is surely not the right result either. The notion of one bank regulator, one markets regulator and one consumer regulator for all products remains, unfortunately, wishful thinking in the US. But, more importantly, Dodd-Frank does not address adequately the issue of moralhazard. Despite the many provisions to monitor and reduce systemic risk, it remains unlikely that the Government will allow an institution that is the size of one of the US's five largest financial institutions to fail, especially in the absence of effective coordinated and consistent resolution mechanisms in key markets. The market will likely make that judgment as well, and those firms will continue to have financing advantages that only increase the likelihood of their failure. There is also a serious question about whether Dodd-Frank will undermine the competitive position of major US financial institutions".

tassi al disotto dei livelli di mercato e di continuare ad inglobare rischi in misura eccessiva, finanziati da danaro pubblico.

Ciò nondimeno lo sforzo del legislatore americano e' davvero ammirevole per essere riuscito ad approvare in tempi rapidi una riforma epocale del proprio sistema finanziario e di vigilanza, mettendo da parte qualsiasi divisione politica nel solo interesse del bene pubblico.

Volendo prendere a prestito le parole di autorevole autore, possiamo affermare che *"there are some things that Dodd Frank could have done better, but, on balance, it is a credible and legitimate response to the most complex regulatory challenge that this country has seen in its history"*⁴⁶⁸.

⁴⁶⁸ DAVID P. CLUCHEY, *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, op. cit., 2011, available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661> (p. 241)

5. - Il fallimento della Jefferson County e l'uso illecito dei derivati finanziari

A conclusione della disamina del sistema di regolamentazione degli strumenti finanziari derivati negli Stati Uniti, ci pare interessante segnalare un recente caso di fallimento di un ente locale che ha guadagnato gli onori della cronaca sia per l'entità del passivo che per i risvolti penali nei confronti di vari amministratori pubblici accusati di corruzione per aver favorito un particolare istituto bancario in sede di sottoscrizione di contratti di interest rate swap.

Tra il 2001 ed il 2003 la Jefferson County, ente locale dello Stato dell'Alabama, si affidava ad un gruppo di banche di investimento per emettere e collocare obbligazioni (c.d bonds municipali), per 3 miliardi di dollari, per finanziare la costruzione di una nuova rete fognaria⁴⁶⁹.

Contestualmente la Contea sottoscriveva, a copertura del pagamento delle obbligazioni, tre contratti di swap (*security-based swap agreements*),

⁴⁶⁹ Le notizie sono state attinte dal sito della SEC <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21280.pdf>. Cfr anche ROVEDA, *Default record di una contea Usa*, in www.ilsole24ore.com - 11.11.2011; M.W.WALSH, *In Alabama, a County That Fell Off the Financial Cliff*, in *New York Times* 18.02.2012; D. RUSCHIE, *Alabama's Jefferson County files biggest US municipal bankruptcy*, in *The Guardian* 9.11.2011; W. SELWAY, M.NEWKIRK AND S. CHURCH, *Alabama's Jefferson County Declares Biggest Municipal Bankruptcy*, in www.businessweek.com 15.11.2011 in cui si legge "Jefferson County, Alabama, declared the largest municipal bankruptcy in U.S. history, capping a more than three-year saga that turned it into one of the biggest casualties of Wall Street's credit crisis. The move yesterday by Alabama's most-populous county came after state lawmakers failed to back a September agreement with creditors led by JPMorgan Chase & Co. that would have reduced its sewer-system debt of more than \$3 billion. Governor Robert Bentley and local leaders worked unsuccessfully for two months to rally support for the deal, which fell apart anyway". V. anche WRIGHT, BARNETT, "Jefferson County files largest government bankruptcy in U.S. history" in *Birmingham News* 10.11.2011; HUBBARD, RUSSELL, "First hearing in Jefferson County bankruptcy under way in Birmingham court" in *Birmingham News* 10.11.2011.

per un valore totale di circa 2 miliardi di dollari con la JP Morgan Chase Bank.

Nel corso degli anni il costo del progetto per la realizzazione della rete fognaria aumentava da uno a tre miliardi di dollari, e la contestuale crisi finanziaria faceva lievitare vertiginosamente il costo dell'indebitamento.

Pertanto, la Jefferson County era costretta a stipulare un accordo di ristrutturazione del proprio debito con la banca JP Morgan, attraverso la sottoscrizione di 18 *interest rate swap* per un nozionale pari a 5,6 miliardi di dollari, al fine di scambiare il suo debito a tasso fisso con uno a tasso variabile.

Ma questa ristrutturazione non sortiva gli effetti sperati, per cui nel 2011, i tre maggiori creditori di Jefferson County - la JP Morgan, la Bayerische Landesbank di Monaco e la Depository Trust di New York - offrivano una più radicale ristrutturazione del debito (con una riduzione di 1,1 miliardi) a condizione che la Contea aumentasse le tasse per i residenti della provincia e riducesse alcuni servizi pubblici per abbattere i costi della spesa pubblica. Ma la giunta della Jefferson County respingeva i termini dell'accordo, votando per la richiesta di adesione alla procedura del Chapter 9 del Bankruptcy Code⁴⁷⁰, grazie alla quale la Contea non sarebbe stata più obbligata a liquidare le attività per pagare i creditori.

⁴⁷⁰L'intero testo del U.S. Bankruptcy Code è consultabile <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/941>

Il Chapter 9 del Bankruptcy Code⁴⁷¹ regola la procedura concorsuale delle municipalità, che, nella sezione 109§ del Code, vengono così definite “*political sudivision or public agency or instrumentaly of the state*”, in cui il legislatore americano ha inteso comprendere “*cities, towns, villages, counties, taxing districts, municipal utilities, school districts*”⁴⁷².

Nel sistema americano è pacifico che un ente pubblico possa essere sottoposto a procedura concorsuale⁴⁷³. La questione controversa, come è

⁴⁷¹ R.E. RICHARDS, S.J. ALBERTS, T.K. VANDIVER, *Case Study: Jefferson County*, in www.law360.com, Gli A. osservano “*The Chapter 9 of the Bankruptcy Code applies to reorganizations by municipalities and other subdivisions of state government. Chapter 9 was codified as part of the Bankruptcy Code in 1978, although it is based on similar provisions in the Bankruptcy Act dating to the 1930s. Only certain states have authorized Chapter 9 filings and certain of those states require consent (like the consent of the governor) or satisfaction of other state law preconditions before a Chapter 9 can be validly filed. Even for those states that have broadly authorized Chapter 9 filings in the discretion of the local governmental unit, one of the first steps in a Chapter 9 case is to determine whether the municipality meets the eligibility criteria within Chapter 9 itself*” ; FREYBERG, D. J., *Municipal bankruptcy and express state authorization to be a Chapter 9 debtor: Current state approaches to municipal insolvency and what will states do now?* in *Ohio Northern University Law Review*, 23(1001),2-28, 1997; LAUGHLIN, A. M., *Municipal insolvencies: An article on the treatment of municipalities under Chapter 9 of the U.S. Bankruptcy Code*. *Municipal*, in *Finance Journal*, 26(2), 37-60, 2005; C.P. GILETTE, *Political Will and Fiscal Federalism in Municipal Bankruptcy*, in *NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 11-22-2011* available www.ssrn.com

⁴⁷² N.B. MALITO, *Municipal bankruptcy: an overview of chapter 9 and a critique of tge “specifically authorized” and “insolvent” eligibility requirements of 11 U.S.C.S § 109*, in *Norton Journal of bankruptcy law and Pratiche*, July 2008 BALDASSARE, *When government fails: The Orange County bankruptcy*. San Francisco: The Public Policy Institute of California, 1998.

⁴⁷³ Nel nostro ordinamento non è contemplata una procedura concorsuale simile a quella del Chapter 9 of U.S Bankruptcy Code, è invece prevista la dichiarazione di dissesto disciplinata dal T.U.E.L., D.Lgs 18 agosto 2000, n.267 che all’art.242 stabilisce “**Individuazione degli enti locali strutturalmente deficitari e relativi controlli**.”1. Sono da considerarsi in condizioni strutturalmente deficitarie gli enti locali che presentano gravi ed incontrovertibili condizioni di squilibrio, rilevabili da una apposita tabella, da allegare al certificato sul rendiconto della gestione, contenente parametri obiettivi dei quali almeno la metà presentino valori deficitari. Il certificato è quello relativo al rendiconto della gestione del penultimo esercizio precedente quello di riferimento.2. Con decreto del Ministro dell'interno, sentita la Conferenza Stato-città e autonomie locali, da emanare entro settembre e da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, sono fissati per il triennio successivo i parametri obiettivi, determinati con riferimento a un calcolo di normalità dei dati dei rendiconti dell'ultimo triennio disponibile, nonché le modalità per la compilazione della tabella di cui al comma 1. Fino alla fissazione di nuovi parametri triennali si applicano quelli vigenti per il triennio precedente.3. Le norme di cui al presente capo si applicano a comuni, province e comunità montane”. **Art. 244 “ Sato di dissesto”** Si ha stato di dissesto finanziario se l'ente non può garantire l'assolvimento delle funzioni e dei servizi indispensabili ovvero esistono nei confronti dell'ente locale crediti liquidi ed esigibili di terzi cui non si possa fare validamente fronte con le modalità di cui all'articolo 193, nonché con le modalità di cui all'articolo 194 per le fattispecie ivi previste.2. Le norme sul risanamento degli enti locali dissestati si applicano solo a province e comuni;**Art. 245 “Soggetti della procedura di risanamento.”**1. Soggetti della procedura di risanamento sono l'organo straordinario di liquidazione e gli organi istituzionali dell'ente.2. L'organo straordinario di liquidazione provvede al ripiano dell'indebitamento

pregresso con i mezzi consentiti dalla legge.3. Gli organi istituzionali dell'ente assicurano condizioni stabili di equilibrio della gestione finanziaria rimuovendo le cause strutturali che hanno determinato il dissesto"; Art 246 "Deliberazione di dissesto. "1. La deliberazione recante la formale ed esplicita dichiarazione di dissesto finanziario è adottata dal consiglio dell'ente locale nelle ipotesi di cui all'articolo 244 e valuta le cause che hanno determinato il dissesto. La deliberazione dello stato di dissesto non è revocabile. Alla stessa è allegata una dettagliata relazione dell'organo di revisione economico finanziaria che analizza le cause che hanno provocato il dissesto.2. La deliberazione dello stato di dissesto è trasmessa, entro 5 giorni dalla data di esecutività, al Ministero dell'interno ed alla Procura regionale presso la Corte dei conti competente per territorio, unitamente alla relazione dell'organo di revisione. La deliberazione è pubblicata per estratto nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana a cura del Ministero dell'interno unitamente al decreto del Presidente della Repubblica di nomina dell'organo straordinario di liquidazione.3. L'obbligo di deliberazione dello stato di dissesto si estende, ove ne ricorrano le condizioni, al commissario nominato ai sensi dell'articolo 141, comma 3.4. Se, per l'esercizio nel corso del quale si rende necessaria la dichiarazione di dissesto, è stato validamente deliberato il bilancio di previsione, tale atto continua ad esplicare la sua efficacia per l'intero esercizio finanziario, intendendosi operanti per l'ente locale i divieti e gli obblighi previsti dall'articolo 191, comma 5. In tal caso, la deliberazione di dissesto può essere validamente adottata, esplicitando gli effetti di cui all'articolo 248. Gli ulteriori adempimenti e relativi termini iniziali, propri dell'organo straordinario di liquidazione e del consiglio dell'ente, sono differiti al 1° gennaio dell'anno successivo a quello in cui è stato deliberato il dissesto. Ove sia stato già approvato il bilancio preventivo per l'esercizio successivo, il consiglio provvede alla revoca dello stesso.5. Le disposizioni relative alla valutazione delle cause di dissesto sulla base della dettagliata relazione dell'organo di revisione di cui al comma 1 ed ai conseguenti oneri di trasmissione di cui al comma 2 si applicano solo ai dissesti finanziari deliberati a decorrere dal 25 ottobre 1997"; **Art. 248 "Conseguenze della dichiarazione di dissesto.**1. A seguito della dichiarazione di dissesto, e sino all'emanazione del decreto di cui all'articolo 261, sono sospesi i termini per la deliberazione del bilancio.2. Dalla data della dichiarazione di dissesto e sino all'approvazione del rendiconto di cui all'articolo 256 non possono essere intraprese o proseguite azioni esecutive nei confronti dell'ente per i debiti che rientrano nella competenza dell'organo straordinario di liquidazione. Le procedure esecutive pendenti alla data della dichiarazione di dissesto, nelle quali sono scaduti i termini per l'opposizione giudiziale da parte dell'ente, o la stessa benché proposta è stata rigettata, sono dichiarate estinte d'ufficio dal giudice con inserimento nella massa passiva dell'importo dovuto a titolo di capitale, accessori e spese.3. I pignoramenti eventualmente eseguiti dopo la deliberazione dello stato di dissesto non vincolano l'ente ed il tesoriere, i quali possono disporre delle somme per i fini dell'ente e le finalità di legge.4. Dalla data della deliberazione di dissesto e sino all'approvazione del rendiconto di cui all'articolo 256 i debiti insoluti a tale data e le somme dovute per anticipazioni di cassa già erogate non producono più interessi né sono soggetti a rivalutazione monetaria. Uguale disciplina si applica ai crediti nei confronti dell'ente che rientrano nella competenza dell'organo straordinario di liquidazione a decorrere dal momento della loro liquidità ed esigibilità.5. Fermo restando quanto previsto dall'art. 1 della legge 14 gennaio 1994, n. 20, gli amministratori che la Corte dei conti ha riconosciuto responsabili, anche in primo grado, di danni cagionati con dolo o colpa grave, nei cinque anni precedenti il verificarsi del dissesto finanziario, non possono ricoprire, per un periodo di dieci anni, incarichi di assessore, di revisore dei conti di enti locali e di rappresentante di enti locali presso altri enti, istituzioni ed organismi pubblici e privati, ove la Corte, valutate le circostanze e le cause che hanno determinato il dissesto, accerti che questo è diretta conseguenza delle azioni od omissioni per le quali l'amministratore è stato riconosciuto responsabile. I sindaci e i presidenti di provincia ritenuti responsabili ai sensi del periodo precedente, inoltre, non sono candidabili, per un periodo di dieci anni, alle cariche di sindaco, di presidente di provincia, di presidente di Giunta regionale, nonché di membro dei consigli comunali, dei consigli provinciali, delle assemblee e dei consigli regionali, del Parlamento e del Parlamento europeo. Non possono altresì ricoprire per un periodo di tempo di dieci anni la carica di assessore comunale, provinciale o regionale né alcuna carica in enti vigilati o partecipati da enti pubblici. Qualora, a seguito della dichiarazione di dissesto, la Corte dei Conti accerti gravi responsabilità nello svolgimento dell'attività del collegio dei revisori, o ritardata o mancata comunicazione, secondo le norme vigenti, delle informazioni, i componenti del collegio riconosciuti responsabili in sede di giudizio della predetta Corte non possono essere nominati nel collegio dei revisori degli enti locali e degli enti ed organismi agli stessi riconducibili fino a dieci anni, in funzione della gravità accertata. La Corte dei Conti trasmette l'esito dell'accertamento anche all'ordine professionale di appartenenza dei revisori per valutazioni inerenti all'eventuale avvio di procedimenti disciplinari". La più recente giurisprudenza amministrativa ha acclarato la natura vincolata della dichiarazione di

stato osservato, attiene invece al rapporto fra la sovranità del singolo stato ed il potere federale “*poiché il 10 emendamento della costituzione stabilisce che gli organi federali degli Stati Uniti hanno solo i poteri ad essi attribuiti dalla medesima carta Costituzionale, mentre quelli non attribuiti e non proibiti dalla Costituzione appartengono ai singoli Stati ed al popolo, sicchè il poter di creare e disciplinare le autorità locali appartiene solo agli Stati, mentre la bankruptcy Court è un organo federale*”.⁴⁷⁴

Il problema è stato risolto a livello federale, prevedendo una specifica autorizzazione della legge statale perché l'ente locale possa presentare la domanda per accedere alla procedura del Chapter 9⁴⁷⁵. In sintesi la

dissesto, cfr. Cons. Stato, sez.V, 16.01.2012, n.143, in pluris-utet per il quale “La decisione di dichiarare lo stato di dissesto finanziario dell'ente locale rappresenta una determinazione vincolata (ed ineludibile) in presenza dei presupposti di fatto fissati dalla legge, pertanto non può in alcun caso dirsi frutto di una scelta discrezionale dell'ente medesimo. All'uopo deve, in particolare, rilevarsi che la valutazione, richiamata dall'art. 246 del D.Lgs. n. 267 del 2000 (Testo Unico Enti locali), concerne unicamente le cause che hanno determinato la situazione di deficit finanziario economico, e costituisce il presupposto logico-giuridico del procedimento di risanamento della riorganizzazione dell'ente e della corretta impostazione delle indispensabili analisi finanziarie ed organizzative per addivenire alla adeguata definizione del nuovo bilancio stabilizzato. Le esposte osservazioni trovano, inoltre, conferma nelle peculiari e gravi conseguenze che il legislatore riconnette alla dichiarazione di dissesto, poiché i pregiudizievoli effetti economici negativi che si ripercuotono immediatamente sui terzi creditori dell'ente (quali, tra l'altro, l'impossibilità di intraprendere o proseguire azioni esecutive ed il blocco della produzione di interessi e rivalutazione monetaria dei debiti insoluti e delle somme già erogate per anticipazioni di cassa) e la stessa procedura di mobilità, che può interessare i dipendenti dell'ente eventualmente eccedenti il nuovo fabbisogno organico, escludono che la dichiarazione di dissesto possa essere il frutto di una valutazione discrezionale degli organi dell'ente, avendo il legislatore fissato direttamente, ed in modo vincolato, i presupposti di fatto che la giustificano, così che essa in realtà, sotto altro angolo visuale, rappresenta il giusto temperamento degli opposti interessi in gioco, pubblici – dell'ente e della sua funzionalità – e privati – degli operatori economici e dei dipendenti”.

⁴⁷⁴ SCARAFONI, Il fallimento delle società in mano pubblica nel settore dei servizi pubblici locali a rilevanza economica, in *Le Società Pubbliche* a cura di FIMMANÒ, Milano 2011, 309 ss.; MANGANELLI, Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto, in *Il Fallimento*, 2011, 129 ss. Cfr. National Bankruptcy Review Commission “Chapter 9: Municipal Bankruptcy Relief”, in <http://govinfo.library.unt.edu/nbrcreport/22chapt.html> in cui si legge che “The scope of the bankruptcy court's involvement in a Chapter 9 case is severely limited by the Tenth Amendment's preservation of state sovereignty. Section 903 preserves the political and governmental power over a municipality to the respective state, including decisions related to expenditures. Section 904 prohibits the court (unless the debtor consents or the plan so provides) from interfering with (1) the political or governmental powers of the debtor; (2) the debtor's revenues; or (3) the debtor's use of any income-producing property”.

⁴⁷⁵ Sull'argomento F. TUNG, *After Orange County: Reforming California Municipal bankruptcy law*, in *Hastings Law Journal*, Vol. 53, 2002, available on www.ssrn.com, “In particular, federal law requires specific state authorization in order for a municipality to file. Federal bankruptcy law offers a chapter

procedura Chapter 9 consente agli enti locali di effettuare una ristrutturazione del debito con i propri creditori, che può includere la riduzione del debito o dei tassi di interesse, estendendo la durata del finanziamento anche con un rifinanziamento dei debiti, così da evitare le azioni dei creditori nonché l'interferenza della Corte Federale⁴⁷⁶ (Sec.903, Chapter 9, U.S. Bankruptcy Code: *"This chapter does not limit or impair the power of a State to control, by legislation or otherwise, a municipality of or in such State in the exercise of the political or governmental powers of such municipality, including expenditures for such exercise, but – (1)a State law prescribing a method of composition of indebtedness of such municipality may not bind any creditor that does not consent to such composition; and(2)a*

specifically designed for municipalities in financial distress. However, because of federal Constitutional concerns, a municipal entity may resort to bankruptcy only with the authorization of its state. This federal requirement of state authorization derives from the Constitutional principle that the federal government may not interfere with states' internal governance. Federal law must respect states' sovereignty over their political subdivisions. So while federal law offers a municipal bankruptcy process, the state authorization requirement leaves to each state the final say over whether and which of its political subdivisions may have access to this process. Together with certain Bankruptcy Code provisions, each state's authorization statute sets the conditions under which its municipal entities will be eligible for federal bankruptcy. This Article focuses on California's authorization provision. The states have taken varying approaches in managing their municipalities' access to bankruptcy. Some states provide blanket authorization, in effect preapproving resort to qualifications or conditions. At least one state flatly prohibits municipal bankruptcy filings. Some states impose preconditions to filing – for example, prior approval of state officials for the bankruptcy filing or the plan of adjustment, or state appointment of a trustee. Many states have no statute on municipal bankruptcy at all".

⁴⁷⁶ F. VAZQUEZ- E. DAUCHER, *Restructuring a Municipality under Chapter 9*, in *American Bankruptcy Institute Journal*. Gli A. osservano che "Section 109(c) sets forth the eligibility requirements for becoming a debtor under chapter 9. In particular, an entity may be eligible to be a debtor under chapter 9 only if it is (1) a municipality, (2) authorized to be a debtor under chapter 9 by state law, (3) insolvent and (4) willing to adjust its debts by implementing a plan. Additionally, a municipal debtor must satisfy a fifth requirement by demonstrating one of the following: (1) it has obtained the agreement of creditors holding at least a majority in amount of the claims of each class that will be impaired under the plan; (2) it has negotiated in good faith with creditors but has failed to obtain the agreement of creditors holding at least a majority in amount of the claims of each class that will be impaired under the plan; (3) it is unable to negotiate with creditors because such negotiation is impracticable; or (4) it reasonably believes that a creditor may try to be the recipient of a transfer (e.g., payment) that would otherwise be avoidable as a preference.... In order to be eligible for relief under chapter 9, a municipality must be specifically authorized to file for bankruptcy by its state. Such authorization may come from either state law or any authority appropriately empowered by state law.⁷ Approximately half of the states explicitly allow their municipalities to become chapter 9 debtors, while the remainder either offer little guidance or explicitly ban access to bankruptcy relief. Certain states, such as California, are currently contemplating legislation that would sharply curtail access to chapter 9".

judgment entered under such a law may not bind a creditor that does not consent to such composition” - Sec 941, Chapter 9, U.S. Bankruptcy Code “The debtor shall file a plan for the adjustment of the debtor’s debts. If such a plan is not filed with the petition, the debtor shall file such a plan at such later time as the court fixes).

Nel mese di novembre del 2011, la United States Bankruptcy Court Northern District of Alabama dichiarava il fallimento di Jefferson County, gravato da un passivo di 3 miliardi di dollari. Si tratta del più grande fallimento della storia per un ente locale americano, ancor più grande del fallimento della provincia di Orange, sede di Disneyland, nel 1995 ⁴⁷⁷.

Alla radice di questa vicenda, vi è una esplosiva combinazione di “mala gestio” delle risorse pubbliche, un inadeguato ed eccessivo uso di strumenti finanziari derivati nonché significativi episodi di corruzione di funzionari ed amministratori pubblici su cui ha indagato la SEC, accusati di avere intascato tangenti per votare a favore della scelta della J.P. Morgan, quale istituto bancario incaricato della ristrutturazione del debito della contea⁴⁷⁸.

⁴⁷⁷ Orange County è uno dei primi casi di fallimento di un ente locale americano. Nel 1997, la Contea 1997 chiedeva alla Corte federale di aderire alla procedura concorsuale in base al Chapter 9, le perdite complessive erano stimate in 1,69 miliardi di dollari, causate dalla sottoscrizione di contratti derivati per la ristrutturazione del debito locale. Per una puntuale ricostruzione della vicenda vedasi F. TUNG, *After Orange County: Reforming california Municipal bankruptcy law*, op.cit., in *Hastings Law Journal*, Vol. 53, 2002, *Forthcoming* available www.ssrn.com, in cui si legge “Orange County’s bankruptcy was an historical event. Municipal bankruptcies are rare, and Orange County’s was the largest case ever. At the time of its bankruptcy, the County was the fifth most populous county in the United States, with two and a half million residents”; BALDASSARE, *When government fails: The Orange County bankruptcy*. San Francisco: The Public Policy Institute of California, 1998.

⁴⁷⁸ Nei capi di accusi contenuti nell’azione civile intrapresa dalla SEC contro i funzionari corrotti dinanzi al District Court of N.D District of Alabama, consultabile sul sito

A seguito delle indagini effettuate dalla SEC emergeva che la Jefferson County era stata costretta a pagare tassi di interesse più elevati alla J.P.Morgan per coprire i costi delle tangenti elargite ai pubblici funzionari, facendo lievitare i costi dell'operazione di ristrutturazione. L'inchiesta della Security and Exchange Commission portava alla condanna a 15 anni di carcere per l'ex responsabile delle finanze pubbliche della Jefferson County ed una multa di 722 milioni di dollari

<http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21280.pdf> " This case involves payments arranged by two managing directors of a national broker-dealer to friends of Jefferson County, Alabama public officials so the broker-dealer and its affiliated commercial bank could obtain \$5 billion in County bond underwriting an interest rate swap agreement business. 2. Charles LeCroy and Douglas MacFaddin, the two former managing directors, privately agreed with certain County commissioners to pay more than \$8.2 million in 2002 and 2003 to close friends of the commissioners who either owned or worked at local broker-dealers. 3. Although labeled as payments for work on the transactions, their true purpose was to ensure that County officials selected the broker-dealer, J.P. Morgan incorporated the costs of these payments into higher swap interest rates it charged the County, directly increasing the swap transaction costs to the County and its taxpayers. 4. This course of conduct operated as a fraud and deceit on the County and investors by depriving them of an objective and impartial bond underwriting process and swap agreement negotiations. By engaging in this conduct, LeCroy and MacFaddin violated Section 17(a) of the Securities Act of 1933 ("Securities Act"); Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 ("Exchange Act") and Exchange Act Rule 10b-5; and Section 15B(c)(1) of the Exchange Act and Municipal Securities Rulemaking Board ("MSRB") Rules G-17 and G-20. Unless the Court enjoins them, they are reasonably likely to continue to violate the federal securities laws. 5. As County bond underwriter, and the bank, JPMorgan Chase Bank, N.A., as County swap provider. The broker-dealers whom LeCroy and MacFaddin arranged to pay had no official role in the transactions and performed few, if any services, despite receiving hefty fees that in many cases dwarfed those paid to other third parties such as lawyers and bankers who advised the County and worked extensively on the deals. 6. In taped telephone conversations, LeCroy and MacFaddin demonstrated they knew these payments were sham transactions designed to get the broker-dealer and the bank (together "JPMorgan") business, referring to them as "payoffs," "giving away free money," and "the price of doing business." 7. Despite this knowledge, LeCroy and MacFaddin did not disclose any of the payments or the conflicts of interest the agreements with individual commissioners raised, either to the County or investors in the bond offerings, or to the County in the swap agreements. 8. In connection with these payments, the County selected JPMorgan to serve as managing underwriter and swap provider for the largest municipal auction rate securities and swap agreement transactions in JPMorgan's history. JPMorgan incorporated the costs of these payments into higher swap interest rates it charged the County, directly increasing the swap transaction costs to the County and its taxpayers. 9. This course of conduct operated as a fraud and deceit on the County and investors by depriving them of an objective and impartial bond underwriting process and swap agreement negotiations. By engaging in this conduct, LeCroy and MacFaddin violated Section 17(a) of the Securities Act of 1933 ("Securities Act"); Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 ("Exchange Act") and Exchange Act Rule 10b-5; and Section 15B(c)(1) of the Exchange Act and Municipal Securities Rulemaking Board ("MSRB") Rules G-17 and G-20. Unless the Court enjoins them, they are reasonably likely to continue to violate the federal securities laws"

per la JP Morgan e varie condanne per un'altra ventina di funzionari pubblici⁴⁷⁹.

Ciò che preme evidenziare in questa vicenda che presenta singolari analogie con il caso del Comune di Milano, è l'uso assolutamente distorto e illusorio di strumenti derivati per la ristrutturazione del debito locale a cui negli anni passati, sempre più frequentemente, sono ricorsi gli amministratori pubblici, convinti così di potere risolvere il forte indebitamento della pubblica amministrazione.

Di contro, tali operazioni hanno invece aggravato il debito pubblico con i costi sempre più elevati versati agli intermediari per le operazioni di ristrutturazione.

In molti casi, come quello in esame, vi è stata l'interessata complicità di intermediari bancari che hanno offerto prodotti finanziari sempre più complessi e poco trasparenti, approfittando della scarsa - per non dir inesistente preparazione finanziaria dei pubblici funzionari- laddove non vi sono stati invece fenomeni corruttivi.

Queste vicende dimostrano chiaramente come la finanza creativa possa aggravare anziché risolvere i problemi dell'indebitamento degli enti locali, in mancanza di una seria e rigorosa politica di riduzione della spesa pubblica e di prevenzione dei comportamenti fraudolenti finalizzati all'arricchimento personale.

⁴⁷⁹ Cfr ancora il testo della decisione dell'azione civile intrapresa dalla SEC contro i funzionari corrotti dinanzi al District Court of N.D District of Alabama, consultabile sul sito <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21280.pdf>

6.-Una recente ed innovativa decisione del Tribunale Federale di Sidney in tema di complessi contratti derivati, sottoscritti da Amministrazioni locali, e di responsabilità delle agenzie di rating: “Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd”

Nel 2006, un noto istituto bancario olandese, ABN AMRO Bank NV (ABN Amro), attraverso un’abile operazione di finanza creativa, emetteva un nuovo prodotto finanziario CPDO (*Constant Proportion Debt Obligation*)⁴⁸⁰. Un derivato sui crediti a lungo termine (10 anni) dotato di un effetto leva (“*leveraged*”) molto elevato.

L’ABN si rivolgeva alla nota agenzia di rating Standard e Poor, la quale assegnava al prodotto un rating pari ad una tripla AAA (Massimo dell’affidabilità), utilizzando un modello finanziario fornito dalla stessa ABN. Nel corso del 2006, la ABN Amro collocava sul mercato australiano due serie di CPDO, note come Rembrandt 2006-2 e 2006-3, attraverso l’intermediario finanziario Local Government Financial Services (Logfs)⁴⁸¹.

⁴⁸⁰ CPDO is a new form of synthetic credit investment that carried a AAA rating on both the principal and the interest. The credit portfolio is comprised of credit swaps against international credit indices. The credit indices are rolled over every six months into a new set of indices providing a “selfcleansing” effect, i.e. entities downgraded to below investment grade are removed and replaced by investment grade entities.

⁴⁸¹ Trattasi di un Ente pubblico, come si legge nel sito www.lgfa.com.au: “The Local Government Finance Authority of South Australia (LGFA) proudly and exclusively serves South Australian Councils and Local Government Bodies. It has done this with distinction since being established under the Local Government Finance Authority Act, 1983 as a body corporate. The LGFA is managed and administered by a Board of Trustees, and works for the benefit of Councils and other Local Government Bodies within South Australia. It is not part of the Crown, nor is it an agency or instrumentality of the Crown. LGFA makes payments equivalent to Company Income Tax directly into a fund that is used exclusively for the benefit of South Australian Local Government. The funds in this account are available for local government development purposes based on recommendations by the Local Government Association of South Australia that have the

Tra novembre 2006 e Luglio 2007, l'intermediario Local Government Financial Services anche grazie all'elevato rating assegnato dall'agenzia Standard & Poor, vendeva le due serie di CPDO a 13 amministrazioni comunali dello Stato Australiano del Nuovo Galles del Sud per un valore pari a 17 milioni di dollari, denaro destinato al finanziamento di servizi pubblici.

Due delle amministrazioni comunali si erano in precedenza rivolte al Local Government Financial Services per avere una consulenza finanziaria, ed in tale occasione era stata prospettata la convenienza dell'acquisto di CPDO per finanziare i servizi pubblici.

Nell'ottobre del 2008 il valore dei CPDO crollava, con un conseguente declassamento del rating da AAA a BBB+, per cui le amministrazioni comunali che li avevano acquistati, subirono perdite per 13 milioni di dollari, oltre il 90% del capitale investito.

Nel 2008, le 13 Amministrazioni comunali del Nuovo Galles del Sud citavano in giudizio, dinanzi alla Federal Court of Australia, l'emittente dei CPDO, l'ABN Amro, l'intermediario finanziario Local Government Financial Services, nonché l'agenzia Standard & Poors, sostenendo che era stata posta in essere una condotta ingannevole e forviante in aperta violazione degli articoli 1041E e s1041H del *Corporations Act del 2001*

support of the South Australian Minister for Local Government. It is a requirement that the LGFA has no involvement in the control or dispersion of funds from this account” .

(Cth⁴⁸²) e della sezione 12DA dell' *Australian Securities and Investments Commission Act 2001*⁴⁸³ che fanno espresso divieto di fornire informazioni

⁴⁸²Article 1041E Corporations Act 2001 consultabile sul sito http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172/s1041f.html afferma "**Inducing persons to deal** (1) A person must not, in this jurisdiction, induce another person to deal in financial products: (a) by making or publishing a statement, promise or forecast if the person knows, or is reckless as to whether, the statement is misleading, false or deceptive; or (b) by a dishonest concealment of material facts; or (c) by recording or storing information that the person knows to be false or misleading in a material particular or materially misleading if: (i) the information is recorded or stored in, or by means of, a mechanical, electronic or other device; and (ii) when the information was so recorded or stored, the person had reasonable grounds for expecting that it would be available to the other person, or a class of persons that includes the other person. Note 1: Failure to comply with this subsection is an offence (see subsection 1311(1)). For defences to a prosecution based on this subsection, see Division 4. Note 2: Failure to comply with this subsection may also lead to civil liability under section 1041I. For relief from liability under that section, see Division 4. (2) In this section: "**dishonest**" means: (a) dishonest according to the standards of ordinary people; and (b) known by the person to be dishonest according to the standards of ordinary people. (3) This section applies in relation to the following conduct as if that conduct were dealing in financial products: (a) applying to become a standard employer-sponsor (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) of a superannuation entity (within the meaning of that Act); (b) permitting a person to become a standard employer-sponsor (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) of a superannuation entity (within the meaning of that Act); (c) applying, on behalf of an employee (within the meaning of the Retirement Savings Accounts Act 1997), for the employee to become the holder of an RSA product". Article 1041 H afferma "Misleading or deceptive conduct (civil liability only) (1) A person must not, in this jurisdiction, engage in conduct, in relation to a financial product or a financial service, that is misleading or deceptive or is likely to mislead or deceive. Note 1: Failure to comply with this subsection is not an offence. Note 2: Failure to comply with this subsection may lead to civil liability under section 1041I. For limits on, and relief from, liability under that section, see Division 4. (2) The reference in subsection (1) to engaging in conduct in relation to a financial product includes (but is not limited to) any of the following: (a) dealing in a financial product; (b) without limiting paragraph (a): (i) issuing a financial product; (ii) publishing a notice in relation to a financial product; (iii) making, or making an evaluation of, an offer under a takeover bid or a recommendation relating to such an offer; (iv) applying to become a standard employer-sponsor (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) of a superannuation entity (within the meaning of that Act); (v) permitting a person to become a standard employer-sponsor (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) of a superannuation entity (within the meaning of that Act); (vi) a trustee of a superannuation entity (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) dealing with a beneficiary of that entity as such a beneficiary; (vii) a trustee of a superannuation entity (within the meaning of the Superannuation Industry (Supervision) Act 1993) dealing with an employer-sponsor (within the meaning of that Act), or an associate (within the meaning of that Act) of an employer-sponsor, of that entity as such an employer-sponsor or associate; (viii) applying, on behalf of an employee (within the meaning of the Retirement Savings Accounts Act 1997), for the employee to become the holder of an RSA product; (ix) an RSA provider (within the meaning of the Retirement Savings Accounts Act 1997) dealing with an employer (within the meaning of that Act), or an associate (within the meaning of that Act) of an employer, who makes an application, on behalf of an employee (within the meaning of that Act) of the employer, for the employee to become the holder of an RSA product, as such an employer; (x) carrying on negotiations, or making arrangements, or doing any other act, preparatory to, or in any way related to, an activity covered by any of subparagraphs (i) to (ix). (3) Conduct: (a) that contravenes: (i) section 670A (misleading or deceptive takeover document); or (ii) section 728 (misleading or deceptive fundraising document); or (b) in relation to a disclosure document or statement within the meaning of section 953A; or (c) in relation to a disclosure document or statement within the meaning of section 1022A; does not contravene subsection (1). For this purpose, conduct contravenes the provision even if the conduct does not constitute an offence, or does not lead to any liability, because of the availability of a defence".

false e fuorvianti in materia di prodotti finanziari strutturati (“A person must not, in this jurisdiction, engage in conduct, in relation to a financial product or a financial service, that is misleading or deceptive or is likely to mislead or deceive”)⁴⁸³.

In particolare, le Amministrazioni comunali contestavano all’agenzia di rating Standard & Poors, una condotta fortemente negligente per avere assegnato un rating tripla A ad un prodotto finanziario che non ne aveva assolutamente le caratteristiche, attraverso informazioni “ingannevoli e fuorvianti” (*misleading and deceptive conduct in relation to a financial product*). Basti solo pensare che il rischio di default del prodotto era al momento dell’assegnazione del rating pari all’1% (in sentenza si legge: “S&P *did not have reasonable grounds upon which to assign the Rembrandt Notes a AAA [rating] and the conclusion that the Notes should be assigned that rating was not the product of the exercise of reasonable*

⁴⁸³ Article 12 DA dell’Australian Securities and Investments Commission Act 2001 consultabile sul sito http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/asaica2001529/s12da.html, afferma “ A person must not, in trade or commerce, engage in conduct in relation to financial services that is misleading or deceptive or is likely to mislead or deceive. (1A) Conduct: (a) that contravenes: (i) section 670A of the Corporations Act (misleading or deceptive takeover document); or (ii) section 728 of the Corporations Act (misleading or deceptive fundraising document); or (b) in relation to a disclosure document or statement within the meaning of section 953A of the Corporations Act; or (c) in relation to a disclosure document or statement within the meaning of section 1022A of the Corporations Act; does not contravene subsection (1). For this purpose, conduct contravenes the provision even if the conduct does not constitute an offence, or does not lead to any liability, because of the availability of a defence. (2) Nothing in sections 12DB to 12DN limits by implication the generality of subsection (1).

⁴⁸⁴ Nella sentenza *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd* reperibile sul sito <http://www.fedcourt.gov.au/> emessa dalla Federal Court of Australia il 5 novembre 2012, si legge nella parte relativa alle contestazioni sollevate dalle amministrazioni comunali nei confronti della LGFS: “As set out above I am satisfied that LGFS contravened s 1041H(1) of the Corporations Act and s 12DA(1) of the ASIC Act in marketing and selling the community income notes to the councils. LGFS engaged in misleading and deceptive conduct in relation to a financial product and in providing a financial service in the manner proscribed by each provision. The councils were misled by and as a result of LGFS’s conduct about many material aspects of the investment as identified. They invested in reliance on their erroneous beliefs induced by LGFS’s conduct. I am also satisfied that LGFS’s contravening conduct, at least on a prima facie basis, materially contributed to the loss and damage the councils suffered when the investment cashed out even though the councils also relied on the mere fact of the AAA rating on interest and principal by S&P which LGFS was, as it is said, passing on to the councils as S&P’s representation rather than its own ”.

care..... S&P breached its duty of care “because, by reason of the deficiencies of its rating processes, S&P's assignment of the AAA rating to the Rembrandt Notes was not based on reasonable grounds and was not the product of the exercise of reasonable care. Nevertheless, S&P caused or permitted the fact of that assignment to be published and/or communicated to the class of potential purchasers of the Rembrandt Notes)”.

L'Agenzia Standard & Poors si difendeva, sostenendo che il rating di credito di emissione non è altro che un'opinione corrente sulla solvibilità di un debitore nei confronti di una specifica obbligazione finanziaria, o di una classe specifica di obblighi finanziari o di uno specifico programma finanziario (incluse valutazioni sui programmi di medio termine)⁴⁸⁵. **Esso prende in considerazione l'affidabilità creditizia**

⁴⁸⁵ PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 254 ss. Tuttavia l'A. osserva che “il rating del credito è una valutazione previsionale da parte di un soggetto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un ente di tipo diverso, p.e. uno Stato sovrano) di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale e interessi (oppure una particolare categoria di debiti di quel soggetto: p.e. una data emissione obbligazionaria). Si tratta dunque, di una valutazione che non riguarda tutti i rischi cui è soggetto il sottoscrittore, ma soltanto il rischio di credito dell'emittente...il rating non è una raccomandazione a sottoscrivere, acquistare, vendere determinati strumenti finanziari e non è neppure una valutazione di convenienza giacchè oggetto di valutazione non è il rendimento, ma solo il rischio; il rendimento, semmai, può dipendere dal rating assegnato a un emittente o a una sua particolare emissione. Il rating non è neppure un voto o una promozione/bocciatura basata sulla conformità di prestazioni o comportamenti a determinati standard. In questo senso è chiaro che il credit rating non ha nulla a che spartire con i vari tipi di certificazione sempre più spesso richiesti dai regolatori pubblici e demandati a enti privati, con i giudizi dei revisori legali dei conti sui bilanci, con i voti scolastici, con le valutazioni sintetiche di film, ristoranti e prodotti vari”; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441 ss.; BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizione*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2/2012, 475 ss.; FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e Impresa*, 1/2012, 182 ss. Per l'A. “il rating rappresenta una valutazione sull'affidabilità finanziaria del soggetto economico che emette titoli obbligazionari, sia con riferimento alle probabilità di insolvenza dell'emittente (rating dell'emittente) sia rispetto al merito di credito del singolo strumento finanziario da essa emesso (rating dello strumento). Il giudizio espresso, che è rappresentato da un insieme di numeri e lettere combinati in modo da esprimere una valutazione sintetica ed immediatamente intellegibile sugli emittenti e sui titoli, si basa su una serie di indicatori raccolti dalle agenzie, attraverso il contatto diretto con l'emittente ovvero mediante attività indipendenti. Alla raccolta dei dati segue

dei fideiussori, assicuratori e tiene conto della valuta in cui è denominato l'obbligo⁴⁸⁶.

Ed ancora, sempre secondo la succitata agenzia, il rating di credito di emissione **non è una raccomandazione ad acquistare, vendere o tenere un obbligo finanziario, in quanto esso non si pronuncia sul prezzo di mercato o sulla idoneità ad essere acquistato da un particolare investitore.**

Per la difesa della S&P, il rating di emissione si basa su informazioni fornite dagli emittenti ottenute dall'agenzia da altre fonti che essa ritiene affidabili e può fare affidamento sulle informazioni finanziarie oggetto di revisione contabile. I rating possono essere modificati, sospesi o revocati a seguito di variazioni, o indisponibilità di tali informazioni, o sulla base di altre circostanze⁴⁸⁷.

una rielaborazione da parte dell'agenzia, che, combinando gli elementi secondo parametri uniformi, formula una stima sul merito di credito dell'impresa o del prodotto finanziario".

⁴⁸⁶ Testualmente si legge in sentenza: *"The credit ratings and observations contained herein are solely statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or make any other investment decisions. Accordingly, any user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision"*.

⁴⁸⁷ Si legge nella sentenza *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd* <http://www.fedcourt.gov.au>: *"A Standard & Poor's issue credit rating is a current opinion of the creditworthiness of an obligor with respect to a specific financial obligation, a specific class of financial obligations, or a specific financial program (including ratings on medium-term note programs and commercial paper programs). It takes into consideration the creditworthiness of guarantors, insurers, or other forms of credit enhancement on the obligation and takes into account the currency in which the obligation is denominated. The opinion evaluates the obligor's capacity and willingness to meet its financial commitments as they come due, and may assess terms, such as collateral security and subordination, which could affect ultimate payment in the event of default. The issue credit rating is not a recommendation to purchase, sell, or hold a financial obligation, inasmuch as it does not comment as to market price or suitability for a particular investor. Issue credit ratings are based on current information furnished by the obligors or obtained by Standard & Poor's from other sources it considers reliable. Standard & Poor's does not perform an audit in connection with any credit rating and may, on occasion, rely on unaudited financial information. Credit ratings may be changed, suspended, or withdrawn as a result of changes in, or unavailability of, such information, or based on other circumstances"*.

Il 5 novembre 2012, dopo una lunga istruttoria, la Federal Court of Australia condannava in solido l'emittente l'ABN Amro, l'intermediario finanziario Local Government Financial Services nonché l'agenzia Standard & Poor, colpevoli di negligenza e condotta ingannevole, a risarcire i danni subiti dalle amministrazioni comunali, per un importo complessivo di 24 milioni di dollari.

Secondo i giudici australiani la valutazione effettuata dalla S&P dei CPDO è stata **fuorviante e ingannevole** ed ha comportato la pubblicazione di informazioni o dichiarazioni false che hanno indotto in errore la classe degli investitori, perché il rating AAA non era conforme alla reale situazione finanziaria del prodotto (in sentenza si afferma : *"S&P's rating of AAA of the Rembrandt 2006-2 and 2006-3 CPDO notes was misleading and deceptive and involved the publication of information or statements false in material particulars and otherwise involved negligent misrepresentations to the class of potential investors in Australia"*)⁴⁸⁸.

⁴⁸⁸ Nella sentenza *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd* si legge: *"S&P did not have reasonable grounds upon which to assign the Rembrandt Notes a AAA [rating] and the conclusion that the Notes should be assigned that rating was not the product of the exercise of reasonable care". The councils relied on the following propositions: The CPDO was a new product which S&P had never previously rated. S&P's assessment of the rating to be assigned to the Notes involved, inter-alia, modelling the potential outcomes of the CPDO based on the historical performance of the credit risk and credit spreads in the 5 year iTraxx Europe Index Series and the Dow Jones CDX. S&P should therefore have adopted assumptions and model inputs that were conservative and reflected the uncertainty of predicting the future performance of the indices. S&P made a critical error when it relied on ABN Amro's assertion that the historical volatility of the CDX and iTraxx indices for the 2.5 years since their inception was 15%. No-one from S&P ever checked that figure and it was not supported by any data (CDS or bond). The figure became the cornerstone of the rating'....S&P knew or ought reasonably to have known at that time that ABN Amro would communicate the fact that S&P had assigned the Rembrandt notes a "AAA" credit rating to a class of persons in Australia who were potential buyers of the Rembrandt notes (which included the councils) and expressly authorised ABN Amro in their 31 October 2006 letter communicating the rating to ABN Amro to disseminate the rating to interested parties. (2) In assigning the Rembrandt notes a AAA rating, S&P intended to do and did communicate and represent to investors or potential investors in the Rembrandt notes that the capacity of the Rembrandt Trust to pay scheduled interest to the noteholders and principal at maturity "was extremely strong", that the Rembrandt notes should be able to withstand an extreme level of stress and still pay*

Nella sentenza, di ben 1500 pagine, si afferma testualmente che una società ragionevolmente competente (nel caso di specie la S&P) non avrebbe dovuto assegnare la tripla A ad un prodotto <<tremendamente complicato>> (*<<grotesquely complicated>> that the value of the product might be highly volatile and that investors were risking the whole or a significant part of their investment given the product's structure*) il quale, presentando un elevato grado di rischio, non meritava quella valutazione⁴⁸⁹. Atteso che il rating di AAA viene solitamente attribuito ad uno strumento finanziario dotato di una "estrema capacità di far fronte agli impegni finanziari" (v. pg.1145 sentenza *"S&P's rating was misleading and deceptive because it conveyed a representation that in S&P's opinion the capacity of the Notes to meet all financial obligations was "extremely strong" and a representation that S&P had reached this opinion based on reasonable grounds and as the result of an exercise of reasonable care when neither was true.."*)⁴⁹⁰.

scheduled interest to each of the noteholders and the principal at maturity.... The councils said S&P breached its duty of care "because, by reason of the deficiencies of its rating processes, S&P's assignment of the AAA rating to the Rembrandt Notes was not based on reasonable grounds and was not the product of the exercise of reasonable care. Nevertheless, S&P caused or permitted the fact of that assignment to be published and/or communicated to the class of potential purchasers of the Rembrandt Notes. In terms of their claims under ss 1041H(1) and 1041E(1) of the Corporations Act the councils said that by publishing the AAA rating S&P made the same representations as set out above including that S&P's "conclusion about the creditworthiness of the Rembrandt Notes were based on reasonable grounds and the product of the exercise of reasonable care..".

⁴⁸⁹ Nella sentenza il CPDO viene così descritto :*"The CPDO involved the creation of a special purpose vehicle (SPV) to issue CPDO notes enabling investors to invest in the performance of the CPDO as parties to notional CDS contracts with the counterparty being ABN Amro (or, if ABN Amro hedged its exposure, to a third party who took on the role of the counterparty). The CPDO involved the creation of a notional 5¼ year CDS contract which would be exited six months later, this cycle being repeated. Because the CDS contract was being cancelled before its maturity, there would be a termination gain or fee payable as between the investor and the counterparty. Under the notional CDS contracts the investors were the notional sellers of protection against default by entities listed on the indices and the counterparty was the notional buyer of such protection. In the language of the financial markets the investors were long on the indices and the counterparty was short. Apart from the guaranteed fees and charges to the arranger (ABN Amro), the notional CDS contracts in the CPDO involved a form of zero sum game because the interests of the investors as protection seller and the counterparty as protection buyer were necessarily opposed"*.

⁴⁹⁰ Nelle conclusioni della Corte federale si legge :*"CONCLUSIONS For the reasons given in the preceding sections I am satisfied that:a) the councils' claims for rescission of the agreements by which they*

Sulla complessità del derivato⁴⁹¹, la Corte Federale australiana si sofferma nella parte relativa alla descrizione del prodotto, evidenziando

purchased the Rembrandt 2006-3 CPDO notes from LGFS and restitution (both under statute and otherwise) should not be accepted;(b) leaving aside some aspects of their claims immaterial to their overall entitlement to damages, the councils are each entitled to succeed in their various claims for damages against LGFS, S&P and ABN Amro;(c) the claims of LGFS, S&P and ABN Amro against the councils for contributory negligence and being largely responsible for their own loss, with the consequence that the damages payable to each council must be reduced, should not be accepted; (d) the councils have each proved that they suffered loss and damage as required to sustain their claims against LGFS, S&P and ABN Amro, the damage being the amount each paid for the Rembrandt 2006-3 CPDO notes less the amount they received on the cash-out of those notes. No deduction for coupon payments received by the councils should be made;(e) this is also the proper measure of damages payable to Cooma and Corowa in respect of their breach of contract claims against LGFS;(f) other than in respect of their claims for equitable compensation from LGFS for breach of fiduciary duty, the councils' damages claims against LGFS, S&P and ABN Amro attract the various proportionate liability provisions and liability for the councils' damages should be apportioned as between LGFS, S&P and ABN Amro as to 33⅓% each;(g) the councils' claims for equitable compensation from LGFS for breach of fiduciary duty should also be sustained. While this compensation is not apportionable the measure of compensation is the same as the councils' damages claims;(h) there is an outstanding issue as to the interest which the councils should receive, ABN Amro having argued that pre-judgment and perhaps post-judgment interest should not exceed the interest which would have been payable had the Rembrandt 2006-3 notes not cashed out and the other parties not having addressed that argument;(i) LGFS is entitled to succeed in its various claims against ABN Amro and S&P including:(i) proportionate liability of S&P and ABN Amro in terms of the councils' claims against LGFS (see above);(ii) liability of S&P and ABN Amro to LGFS for damages in respect of the Rembrandt 2006-3 CPDO notes that LGFS purchased and did not sell to councils but sold instead to its parent company, LGSS, after S&P downgraded the rating of those notes from AAA to BBB+; and(iii) liability of S&P and ABN Amro to make equitable contribution to LGFS in respect of LGFS's settlement of the StateCover claims against LGFS, S&P and ABN Amro relating to StateCover's purchase of the Rembrandt 2006-2 CPDO notes.(j) the claims of S&P and ABN Amro against LGFS for contributory negligence and being largely responsible for its own loss in respect of the Rembrandt 2006-3 CPDO notes that LGFS purchased and did not sell to councils, with the consequence that the damages payable to LGFS on that account must be reduced, should not be accepted; (k) LGFS has proved that it suffered loss and damage as required to sustain its claims against S&P and ABN Amro in respect of the Rembrandt 2006-3 CPDO notes it did not sell to councils, the damage being the amount LGFS paid for the Rembrandt 2006-3 CPDO notes less the amount LGFS received on the sale to its parent company. Again, no deduction for coupon payments received by LGFS should be made (l) LGFS's damages claims against S&P and ABN Amro attract the various proportionate liability provisions and liability for LGFS's damages should be apportioned as between S&P and ABN Amro as to 50% each;(m) the issue of interest referred to above applies equally to LGFS;(n) LGFS's claims against S&P and ABN Amro for damages or equitable contribution against S&P and ABN Amro in respect of LGFS's settlement of the StateCover proceedings should be accepted, with LGFS, S&P and ABN Amro each to contribute 33⅓% to the overall settlement sum including LGFS's costs of the proceedings;(o) the cross-claims of S&P and ABN Amro against each other should be rejected;(p) LGFS's claims against AHAC for indemnity under the contract of insurance should be accepted and AHAC's cross-claim against LGFS for reimbursement of defence costs already paid should be rejected; and(q) costs, along with the outstanding issue of interest, may be argued".

⁴⁹¹ In sentenza si legge a proposito della struttura complessa del CPDO "The CPDO used a fixed leverage formula to determine how much notional protection on the indices could be the subject of the notional CDS contracts between the investors and the counterparty. Under this formula leverage was capped at 15 times the principal amount. A feature of the CPDO was that at the beginning of its trading life it would generally need to be leveraged to the maximum extent in order to function, with leverage thereafter being adjusted according to the formula. In the present case, the CPDOs in question in fact started and remained at full (that is x 15) leverage throughout their life before they cashed out. An exposure of x 15 to the Globxxx means that the investor was taking 15 times the risk of their initial investment. Another feature of the CPDO was that it used leverage to offset poor performance. The CPDO was designed to leverage up in the face of

come: *“In the case of the CPDO, the creditworthiness of the notes over the 10 year term primarily concerned the very issue which S&P and ABN Amro now characterise as a supervening or extraneous event, namely, the performance of the indices over the 10 yearterm. In these circumstances, and as already considered in the context of causation, it cannot be accepted that the GFC, which from the point of view of the performance of the notes was simply an example of sustained spread widening being a risk central to the assessment of the creditworthiness of the notes, may be so characterised. Putting it another way, the failure of the notes to be able to withstand sustained spread widening was central to the notes’ creditworthiness at the time of S&P’s and ABN Amro’s misrepresentations and central to the misrepresentations themselves. S&P and ABN Amro cannot avoid the essence of their own negligent misrepresentations and statutory contraventions by characterising what came to pass, the central risk which they always knew about, as a supervening or extraneous event”* (sentenza pg. 1376).

losses to the maximum of x 15 subject to a deleveraging mechanism which was triggered only in the face of extremely poor performance. In its development ABN Amro recognised that this feature meant that the CPDO could be seen as a version of a doubling strategy in gambling, albeit that the CPDO did not permit the investor to bet an infinite amount because of the x 15 leverage cap. As ABN Amro said “taking on of leverage when you underperform is similar to the...casino strategy” of doubling your bets when you lose; “if you hit a losing streak your net worth can become very low, however most of the time you will be able to ‘bet yourself out of the hole’”. In common with the doubling strategy, the CPDO gave investors two possible results – the CPDO would either cash-in during the ten year term in which event no more risk would be taken on through notional CDS contracts or, if the net asset value (NAV) fell below 10%, the CPDO would cash-out in which event investors would lose all but 10% of their principal less fees and charges payable to the SPV and ABN Amro as the arranger. The capacity of the CPDO to earn money depended on a complex interaction between mark-to-market losses compared to higher premium income in scenarios where credit spreads on the indices increased. As one of the experts explained the “engine” driving the capacity of the CPDO to earn money was the tendency of credit spread curves to exhibit mean reversion (that is, credit spreads may become higher or lower but generally drift back towards a longer term mean). The performance of the CPDO was thus “path dependent”. Performance depended upon how credit spreads evolved on the Globoxx over the 10 year term of the CPDO. However else it might be described, the CPDO was ultimately an extraordinarily complicated bet on the future performance of two CDS indices over a period of up to 10 years”.

Per la Corte Federale il rating non può essere assimilato ad una mera opinione poiché si fonda su una base reale e ragionevole costituita da esperienza e competenza⁴⁹² (*"the highest rating opinion S&P issues, must carry with it a representation that S&P has a representation that S&P has a genuine and reasonable basis, formed following the application of its expertise, for reaching the conclusions that it reached"*).

La sentenza australiana, immediatamente impugnata dalla Standard & Poor, è comunque destinata ad avere importanti ripercussioni a livello internazionale⁴⁹³, poiché per la prima volta viene stabilito il principio per il quale l'agenzia di rating ha un **dovere di diligenza** nei confronti degli investitori anche in assenza di uno specifico contratto con gli stessi, concetto che ricorda non poco la figura della responsabilità c.d. da

⁴⁹² Sull'evoluzione della nozione di rating v. ampiamente PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 254 ss.; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441 ss.; BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizione*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2/2012, 475 ss.; FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, op.cit in *Contratto e Impresa*, 1/2012, 182 ss.

⁴⁹³ Per primi commenti v. MCKENNA, *An Uncertain forecast for Credit rating Agencies: Liability for negligent misrepresentation after Bathurst*, in *Columbia Business Law Review*, on line: available [http: cblr.columbia.edu](http://cblr.columbia.edu). per la quale "Bathurst is a landmark case; it is the first decision holding credit rating agencies liable for negligently misrepresenting the creditworthiness of securities to investors in common law jurisdictions... If Bathurst is upheld on appeal, the decision will certainly have a precedential effect in Australia. However, it is unclear at this point if it will be adopted in other jurisdictions. Many practitioners have commented that Bathurst is an unprecedented decision from a single Australian judge, and thus much depends on whether the case stands upon appeal. If it does, it is likely that investors in other jurisdictions will increasingly pursue ratings agencies on negligent misrepresentation claims. Further, the extensive public disclosure of credit rating agency misbehavior and negligence in Bathurst (and many other pending negligent misrepresentation cases against ratings agencies), may invigorate financial services regulators to step up their regulation of credit ratings agencies. Regardless, Bathurst is at least yet another warning to ratings agencies that shoddy and negligent ratings procedures are under scrutiny. In the short term, the decision had an immediate and dramatic downward effect on the stock prices of both McGraw-Hill Cos. (S&P's parent company) and Moody's Corp. McGraw-Hill's stock fell 7.1 percent, the largest drop in price since August 2011, and Moody's Corp. fell as much as 4.4 percent, the stock's greatest decrease since November 2011. This market reaction is likely to alert ratings agencies of the costly effects of careless analysis. Still, given the structural agency problems inherent in the issuer-pays model of credit ratings, something more than public scrutiny is likely to be needed to fix the ratings process. Bathurst presents many interesting questions and poses a sizable threat to credit ratings agencies – although the parameters of this threat will only be determinable after significant judicial review and rule-making".

<<contatto sociale>>⁴⁹⁴ originariamente introdotta per la responsabilità medica, ma successivamente estesa ad altre figure professionali, tanto da essere inserita nel sistema delle fonti delle obbligazioni, quale frutto di una interpretazione evolutiva degli altri « atti o fatti » di cui all'art. 1173 c.c., distinti tanto dal contratto quanto dal fatto illecito⁴⁹⁵, ciò in ragione del fatto che la stessa offrirebbe una più ampia garanzia sotto il profilo dell'onere probatorio e del più lungo termine di prescrizione⁴⁹⁶.

⁴⁹⁴ La prima sentenza che ha parlato di responsabilità da contatto sociale è Cass., 22.01.1999, n. 589, per la quale "L'obbligazione del medico dipendente per responsabilità professionale nei confronti del paziente si fonda sul "contatto sociale" caratterizzato dall'affidamento che il malato ripone in colui che esercita una professione protetta che ha per oggetto beni costituzionalmente tutelati. La natura contrattuale di tale obbligazione è individuata con riferimento non alla fonte ma al contenuto del rapporto. Dalla natura contrattuale della responsabilità del medico dipendente deriva che il regime della ripartizione dell'onere della prova, del grado della colpa e della prescrizione sono quelli propri delle obbligazioni da contratto di prestazione d'opera professionale. Con particolare riguardo all'onere della prova, se l'intervento è di facile o "routinaria" esecuzione si applica il principio della "res ipsa loquitur" ed il medico, per andare esente da responsabilità, deve provare che l'insuccesso dell'operazione non è dipeso da un difetto di diligenza proprio". In dottrina ex multis FORZIATI, *La responsabilità contrattuale del medico dipendente: il contratto sociale conquista la Cassazione*, in *Resp. civ.*, 1999, 652; CARBONE, *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, 294; GUERINONI, *Obbligazione da contatto sociale e responsabilità contrattuale nei confronti del terzo*, in *I Contratti*, 1999, 1007.

⁴⁹⁵ In tal senso v. GALATI, *Il contatto sociale nel contesto delle fonti di obbligazione: considerazioni su contatto qualificato e art. 1173 c.c.*, in *Danno e resp.*, 2012, 933; SARICA, *Il contatto sociale tra le fonti della responsabilità civile: recenti equivoci nella giurisprudenza di merito*, in *Contratto e impresa*, 1/2005, 97 ss.

⁴⁹⁶ In dottrina, taluni hanno parlato di **responsabilità contrattuale <<c.d. da contatto sociale>>** per le agenzie di rating nei confronti dei terzi estranei. In particolare cfr. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La Responsabilità civile*, 2007, 679; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per le informazioni inesatte*, op.cit., in *Contratto e Impresa*, 1/2008, 164, per il quale "la responsabilità delle agenzie di rating per informazioni inesatte nei confronti dei terzi potrebbe essere considerata anche di natura contrattuale, se si adottasse l'orientamento che, nell'ambito della responsabilità professionale, tende ad applicare, nei confronti dei terzi, la responsabilità da «contatto sociale». Tale ricostruzione, consolidatasi come è noto nell'ambito della responsabilità medica, è stata poi impiegata anche per altre figure professionali come ad esempio il notaio oppure l'odontoiatra, sulla base della convinzione che la responsabilità contrattuale tuteli meglio il cliente, offrendo una garanzia più ampia, fondata, principalmente, sul più lungo termine di prescrizione.In questo senso, depone non solo il carattere fortemente oligopolistico dell'industria del rating, ma anche il fatto che la sopravvivenza di un'agenzia – come si è già rilevato – dipende proprio dalla reputazione che si è conquistata sul mercato per l'attendibilità e l'affidabilità del suo operare (; senza contare, poi, il ruolo istituzionale delle agenzie di rating, in considerazione della crescente importanza del mercato delle obbligazioni private e del fatto che, ai giudizi delle agenzie, è riconosciuto un sempre più esteso riconoscimento all'interno delle regolamentazioni, oltre che della prassi, dei mercati finanziari. In tal modo, anche se si ragiona in termini di responsabilità contrattuale fondata sul contatto sociale intervenuto tra il terzo e l'agenzia, non si può, automaticamente, far derivare dalla semplice diffusione di rating errati una responsabilità nei confronti degli investitori per i pregiudizi dagli stessi subiti. In questa ipotesi, infatti, si deve accertare se il danno patito sia risarcibile secondo le norme che disciplinano la causalità giuridica, la quale svolge la funzione di selezionare le conseguenze dannose"; MARIANELLO, *La*

Di particolare interesse sarà capire l'impatto che questo precedente avrà nel sistema nordamericano, che notoriamente assimila il rating ad una opinione indipendente protetta dal primo emendamento, anche se non sono mancate recenti decisioni che hanno ridimensionato il limite di estensione della protezione ⁴⁹⁷

responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, in La Responsabilità civile, 2008, 635 per il quale "autorevole dottrina ha posto in rilievo il fatto che la responsabilità del danneggiante, sul quale incombono peculiari obblighi di diligenza, non appare conseguenza della violazione del dovere generale di neminem laedere, gravante sul quisque de populo; essa deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti un soggetto a causa del ruolo o dello status professionale rivestiti dal medesimo. E' vero che, secondo l'impostazione tradizionale, mancherebbe qui il titolo costitutivo di una relazione giuridica, all'interno della quale il rater sarebbe tenuto ad un determinato comportamento nei confronti di un terzo, ma la mancanza di questi elementi strutturali del rapporto obbligatorio viene supplita con la constatazione: i) che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico "contatto sociale", in forza del quale si qualifica l'affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità; ii) che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, nel quale l'interesse giuridicamente protetto è quello a non subire un pregiudizio economico all'interno della propria sfera giuridica".

⁴⁹⁷ V. ancora MCKENNA, *An Uncertain forecast for Credit rating Agencies: Liability for negligent misrepresentation after Bathurst*, cit., in *Columbia Business Law Review*, on line: available <http://cblr.columbia.edu>. Cfr. ancora PRESTI, *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, op.cit., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 273. L'A. osserva come "probabilmente oggi l'esenzione da responsabilità basata sulla libertà di espressione garantita dal primo emendamento della Costituzione USA è un problema minore di quanto fosse un tempo. Da un lato, infatti, sono ormai diversi i provvedimenti che disapplicano questa forma di tutela quando il rating non è rivolto alla massa indifferenziata degli investitori, ma a un gruppo ristretto. Soprattutto, poi, si afferma in termini generali che anche un'opinione può dar luogo a responsabilità <<if the speaker does not genuinely and reasonably believe it or it is without basis in fact>> (criteri fissati dal giudice Scheindlin, United States District Court Southern District of New York, nel caso *Abu Dhabi*, corrispondenti a quelli italiani per la responsabilità da diffamazione dal leading-case Cass. 5259/1984: per non essere diffamatoria l'opinione giornalistica, tra le altre cose, deve basarsi su fatti corrispondenti a verità oggettiva o anche soltanto putativa purché frutto di un diligente lavoro di ricerca". Quanto affermato dal precedente Autore trova conferma anche nello scritto di FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, op.cit., in *Contratto e Impresa*, 1/2012, 192 ss. L'articolo contiene una interessante rassegna di giurisprudenza statunitense sulla valutazione del rating, in particolare l'A. sottolinea, richiamando il caso "*Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services*", come "Il caso particolarmente significativo perché la District Court prima e la Federal Court of Appeal poi hanno svolto una interessante valutazione dell'ambito di applicazione del Primo Emendamento alle stime effettuate dalle agenzie di rating, richiamando quei precedenti giurisprudenziali che sono alla base della distinzione tra la «evaluative opinion» e la «deductive opinion». La prima è protetta dal Primo Emendamento, perché per sua stessa natura non può essere falsa; la «deductive opinion», invece, qualora abbia ad oggetto fatti che vengono qualificati come falsi, non esime il soggetto che la diffonde da responsabilità. La qualificazione dell'opinione espressa come evacuative o come deductive opinion deve avvenire, ad avviso della Court of Appeal, attraverso l'analisi di diversi elementi, tra i quali il modo e il contesto in cui l'affermazione diffamatoria è pronunciata. Sulla base di tale distinzione si deve dunque dedurre che anche per le opinioni espresse dalle agenzie di rating sia necessario verificare quale tipo di opinione viene concretamente espressa, non potendosi ritenere che la protezione accordata dal Primo Emendamento si applichi indiscriminatamente a tutte le opinioni espresse dalle agenzie di rating. Il che equivale a considerare imprescindibile ai fini del giudizio la verifica delle concrete modalità in cui l'opinione è manifestata: «if false facts rather than opinions are the basis of the claim then liability is possible». Cfr anche MARIANELLO, *La*

COMMENTO BIBLIOGRAFICO

Quest'ultima parte delle Tesi è dedicata alla sistematizzazione delle fonti dottrinali e giurisprudenziali. In particolare ho distinto tre settori: **Bibliografia generale, Siti Internet e giurisprudenza.**

La prima è dedicata all'elencazione dei testi di dottrina nazionale ed internazionale e di altri documenti redatti da organismi nazionali ed internazionali competenti in materia. Inoltre, compongono il quadro bibliografico numerosi articoli di giornale.

Nella seconda, ho preso in rassegna parte dell'innumerevole serie di siti internet che ho consultato ai fini della redazione.

In ultimo, ho indicato le numerose sentenze di merito e di legittimità consultate.

responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, op.cit., in La responsabilità civile, 2008, 635.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Autotutela e attività contrattuale della pubblica amministrazione, a a proposito di contratti di swap stipulati da Enti locali*, in *Banca Borsa tit.cred.*, 2012,3,304;
- ABBATE A., *Gli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2006, n. 3, I-488.
- ACCETTELLA, *Il conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 1, 106.
- ACHARYA V., *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, 15 luglio 2010.
- ADRIAN T.- SHIN H.S., *"The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation"*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 382, July 2009.
- AFFERNI G., *Interest rate swap e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Le Società*, 2008, 6, 755.
- AGOSTINELLI R., *Struttura e funzioni dei contratti di swap*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1991, 437.
- AGOSTINELLI R., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, 113.
- AHDIEH ROBERT B., *From "Federalization" to "Mixed Governance" in Corporate Law: A Defense of Sarbanes-Oxley*, in *53 Buffalo L. Rev.* 101, 122 ,2005.
- AIELLO M., *L'operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2714.
- ALBANESE A., *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107.
- ALBO G.- SMIROLDO M., *Un commissario ad acta con poteri praete rconstitutionem? nota a Tar Sicilia-Catania, SEZ. IV, 5 maggio 2007 n. 768*, in *www.lexitalia.it.*, luglio 07.
- ALIBRANDI A., *Aspetti problematici della surrogazione assicurativa*, in *Riv. giur. circ. e trasp.*, 1999, p. 195.

ALLEN J.L., *Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd- Frank analysis*, in *Stanford Law Review*, Vol. 64, p. 1079, 2012 available at site http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1915710.

ALPA G., *Lo "jus poenitendi"*, in BESSONE-BUSNELLI (a cura di), *La vendita "porta a porta"*, Milano, 1992.

ALPA G., *Commento all'art 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, I, Padova, 1998, 257.

ALPA G., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 372.

ALPA G., *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 395.

AMADEI L., DI ROCCO S., GENTILE M., GRASSO M., SICILIANO G., *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, in *Discussions Papers n.1/2011- Consob* (www.consob.it).

AMARELLI G., *Profili pratici della questione sulla natura giuridica della responsabilità degli enti.*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2006 fasc. 1, 151.

AMATO G., *Contratti derivati stipulati dagli enti locali e difetto di causa: prospettive per i soggetti privati?*, in *Rivista di diritto bancario, diritto bancario.it*, giugno 2012.

AMATUCCI C., *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. Diritto civile*, 2009, 5, 547.

AMATUCCI C., *Amministrazione e controllo delle società per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, Annali IV, Milano, 2011, 1.

AMOROSINO S. e RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.

AMOROSINO S., *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali (Relazione al Convegno organizzato dal dipartimento di diritto pubblico e studi sociali dell'Università di Cagliari sul*

tema: "Strumenti finanziari e risorse per le autonomie", Cagliari, 16-17 marzo 2007), in *Il Diritto dell'economia*, 2007, fasc. 2, 413.

AMBROSINI S. -DEMARCHI G.P., *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, Milano, 2009.

ANCILLOTTI F., *Le modifiche al patto di stabilità interno e le conseguenze sugli aspetti gestionali*, in *Giorn. di diritto amm.*, 2009, 356.

ANDREA ZAMAGNI- CEDRINI, *La clausola "up front" non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola di tribunale e anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovraindebitarsi*, in *Diritto e Giustizia* 2010, 0, 75.

ANGERETTI M., *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. it.*, 1996, I, 2.

ANGELINI E., *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa*, Milano, 2012.

ANNICHIARICO A., *Dal Tarp all'ARRA, rincorsa all'ultimo respiro*, in *Il Sole 24 Ore del 19 febbraio 2009*.

ANNUNZIATA F., "Governance" delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento, in *Analisi Giuridica dell'economia.*, 2004, 177.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.

ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, parte speciale*, I, Milano, 2009.

ANTONUCCI A., *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca borsa titoli credito*, 2004, II, 204.

ANTONUCCI A., *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 728.

ANTONIOLI B., *Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale*, in *Il diritto dell'economia*, 2011, fasc.1, 19.

ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale, parte speciale*, I, Milano, 2009.

APICELLA V., *L'evoluzione più recente della giurisdizione di responsabilità della Corte dei conti*, in "La Corte dei conti e il federalismo: un organo a tutela dell'erario e a servizio della comunità", EDK Editore, 2004.

ASHCRAFT - T. SCHUERMANN, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, March 2008.

ASHCRAFT B. - SANTOS J.A.C., *Has the CDS market lowered the cost of corporatedebt?* in *Journal of Monetary Economics*, 2009.

ARRIGONI R., *Responsabilità "amministrativa" e società pubbliche*, in *Riv. amm. R. It.* 2009, I fasc. 9-10, 565.

ASTEGIANO G., *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *Azienditalia*, 2008, V, 5.

ASTEGIANO G., *I contratti di finanza derivata : l'intervento del legislatore e il consolidamento delle verifiche condotte dalla magistratura contabile*, in *Azienditalia*, 2009, 1, 19.

ASTEGIANO G. - BARBERO G., *Enti locali: la rinegoziazione di un derivato equivale a un nuovo contratto*, in *Azienditalia*, 2008, 5, 414.

ASTEGIANO G., *Questioni inerenti all'indebitamento, all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati... e non solo*, in *Azienditalia*, 2009, 6, 435.

ATELLI M., *Gli strumenti derivati negli enti locali*, Il Sole 24 Ore Pirola, 2008.

AVERSA D.- ALPIGIANI M., *Disciplina giuridica dei derivati*, Milano, 2009.

ASTEGIANO G., *Gli illeciti degli amministratori e dei dipendenti degli enti pubblici economici: dal giudice ordinario al giudice contabile*, in *Giur. It.*, 2004, 10.

ASTEGIANO, G., *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, in *Azienditalia*, 2008, 6, 1.

ASTEGIANO, G. *I contratti di finanza derivata: l'intervento del legislatore e il consolidamento delle verifiche condotte dalla magistratura contabile*, in *Azienditalia*, 2009, 1, 19.

ASTEGIANO G., *Questioni inerenti all'indebitamento, all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati... e non solo*, in *Azienditalia*, 2009, 6, 435.

ASTEGIANO G., *Responsabilità amministrativa: profili sostanziali e processuali*, in www.dsg.univr.it,

AUTELITANO F., *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contr.*, 2009, 883.

AUTELITANO F., *I derivati conclusi dagli "operatori qualificati": interesse del cliente e contratto unitario di cooperazione*, in *I Contratti*, 2011, 761.

ALPA G., *Lo "jus poenitendi"*, in BESSONE-BUSNELLI (a cura di), *La vendita "porta a porta"*, Milano, 1992.

ARTHUR. E. WILMARTH JR, *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation and Increased Risks*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, vol 2002, n.2, 2002.

BAINBRIDGE S.M., *Dodd- Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, in *UCLA School of Law*, 2010.

BALDASSARE M., *When government fails: The Orange County bankruptcy*. San Francisco: The Public Policy Institute of California, 1998.

BALZOLA S., *L'operatore qualificato nel regolamento intermediari Consob*, in *Giur. comm*, 2011, II, 1263.

BANI E., *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La Volker Rule come risposta degli USA*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2011, 109.

BARATELLA M.G., *La forma scritta e i c.d. contratti di intermediazione finanziaria nella ricostruzione giurisprudenziale*, in *Resp. civ.*, 2010, 688.

BARBERO G. - ASTEGIANO G., *Enti locali: un vademecum per i derivati*, in *Azienditalia*, 2008, 5, 41.

BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure ?*, in *Banca borsa tit. cred.* 2009, 06, 652.

BARCELLONA E., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio: l'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca e borsa, Giuffré, Milano, 2009.

BARCELLONA E., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009.

contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 3, 281.

BARENGHI A., *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto -quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. Merito*, 1, 2007.

BARTOLOMUCCI S., *Modelli organizzativi obbligatori ed auto-validati: evoluzione eteronoma del D.Lgs. n. 231/2001*, in *Le Società*, 2008, 4, 407.

BARUCCI E.- MORINI M., *"Cartolarizzazioni: che cosa non ha funzionato"*, in BARUCCI E., MESSORI M., *Oltre lo Shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, Egea, 2008.

BARUCCI E. - MESSORI M., *Oltre lo Shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, Egea, 2008.

BATTELLI E., *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *I Contratti*, 2006, n. 5, 460.

BAJO E. - RIGHETTI S., *Weather derivatives come strumento per la copertura del rischio climatico*, in *Amm. Fin.*, 2005, fasc. 58, 110.

BEDUSCHI C., *A proposito di tipicità e atipicità dei contratti*, *Riv. dir. civ.*, 1986, I, 351.

BELLESIA M., *La contabilizzazione dei contratti di swap degli enti locali*, in *Azienditalia*, 2008, 6, 4567.

BELLIN M., *La sindacabilità giurisdizionale del potere di controllo della Corte dei conti sulla gestione finanziaria degli enti sovvenzionati dallo Stato*, in *Giur. It.*, 2009, 3.

BELLONI P., *Il Sarbanes-Oxley Act, il Business Lawyer e la Multidisciplinary Practice (MDP). I commenti della dottrina statunitense e le reazioni dell'Unione europea. Qualcosa di nuovo nella sfera di cristallo?*, in *RIDPC*, 2005, 417.

BENATTI F., *La clausola generale di buona fede*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 241.

BENCINI R., *Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela*, in www.associazionedisianopreite.it;

BENCINI R., *Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela*, in *Foro tosc.*, 2009, 129.

BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizione*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2/2012, 475.

BENEDETTI G., *La categoria generale del contratto*, in *Sillogi in onore di Giorgio Oppo*, Padova, 1993.

BENEDETTI A.M., *La competenza statale sulla tutela della Pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati finanziari*, in *I Contratti* 2010, 1118.

BENETAZZO C., *Contratti della p.a. ed annullamento dell'aggiudicazione*, Cedam, Milano, 2012.

BERNARDINI P., *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir comm. Int.*, 1989, 13.

BERTOLDI M., *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di Barack Obama*, in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 110.

BERTOLINI A., *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, in *Nuova giur. comm.*, 2010, II, 337.

BERTOLINI A., *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile?*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 2333.

BERNASCONI A., *Responsabilità amministrativa degli enti (profili sostanziali e processuali)*, in *Enc. dir., Annali*, II, 2, 2008, 957.

BERSANI G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008.

BERTI G., *Trasformazioni del controllo della Corte dei Conti (sentenza n.29/95 della Corte Costituzionale)*, in *La Corte dei Conti oggi Atti della tavola rotonda*, Milano, 1995, 13.

BERTOLDI M., *Risposta alla crisi e riforme: la politica economica di Barack Obama*, in *Stato e Mercato* n.91, Il Mulino, 2011, 110.

BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.

BESSONE M., *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, <<sana e prudente>> gestione di portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giur. merito* 2002, 6,1411.

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, 1960, rist. Napoli, 1994.

BEVILACQUA F.C., *I presupposti della responsabilità da reato degli enti*, in MONESI (a cura di), *I modelli organizzativi ex d. lgs. 231/2001, Etica d'impresa e punibilità degli enti*, Milano, Giuffrè, 2005.

BEVILACQUA F.C., *Prima sentenza di condanna di una società a seguito di giudizio ordinario ai sensi del d.lg. 231/2001 (nota a Trib. Milano, sez. X, 20 marzo 2007)*, in *Giur. comm.* 2009, II fasc. 3, 506.

BEVILACQUA F.C., *La vigilanza strutturale nel Dodd Frank Act: un approccio costi benefici*, in *Rivista Bancaria*, 2011, n.4, 39.

BIANCA M.C., *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 209.

BIANCA M.C., *Diritto civile. V. La responsabilità*, Milano, 2001.

BIANCA M.C., *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 2000.

BIANCA C.M., *Diritto civile, II, L'obbligazione*, Milano 2002.

BIANCO K., *A retrospective of the troubled Asset Relief Program*, Wolters Kluwer, Law & Business, Available on site http://www.cch.com/press/new/whitepaper_TARP.pdf.

BICO F. - GUZZONI B., *La truffa contrattuale*, Torino, 2003.

BISIO L. - NICOLAI M., *Patto di Stabilità e federalismo fiscale – Regole per il 2010 e proposte per il futuro*, Maggioli Editore, 2010.

BLAIR M.- WALKER G., *Financial markets et exchanges law*, Hardback, 2007.

BOCHICCHIO F., *Operatività in strumenti finanziari derivati con investitori professionali: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca*, 2005, 247.

BOCHICCHIO F., *Ancora sul conflitto d'interessi nella prestazione dei servizi finanziari: il conflitto d'interesse nei rapporti contrattuali d'impresa*, in *Contr. e impr.*, 2007, 306.

BOCHICCHIO F., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contratto e Impresa*, 2009, 305.

BONACCORSI F., *Le Sezioni Unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Danno resp.*, 2008, 525.

BONILINI G., *La invalidità del contratto*, in BESSONE (a cura di), *Istituzioni di diritto privato* Torino, 2002.

BOMM JR, *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in *San Diego Law Review*, 30, 1993, 582.

BOOT A. W. A., "The Stability of the Banking Sector: Dealing with Marketability and Complexity", with MATEJ MARINC, published in French in: *Revue d'économie financière*", Nr. 106, June 2012, pp. 171-194.

BOOT VA. W. A., *Regulation and the Evolution of the Financial Services Industry*", (with T.T. MILBOURN and S. DEZELAN), *Topics in Corporate Finance*, 2, 2000, 25-41.

BORDONI M., *Default nel debito pubblico ed immunità dello Stato estero dalla giurisdizione civile*, in *Riv. Dir. intern.* 2006, 04,1031.

BORRELLO I., *Decreto mille proroghe*, in *Giornale di dir. amm.*, 2011,8,829.

BOSCOLO E., *Sub art 21-nonies*, in *Codice dell'azione amministrativa* (a cura) di SANDULLI, Milano, 2011, 984.

BOSETTI L., *Corporate governance e mercati globali*, Milano, Franco Angeli, Editore, 2010.

BOTTIGLIA R., *I grandi gruppi bancari: formazione, sviluppo e crisi*, Milano 2009.

BRATTON W., *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, __TUL. L. REV. __ (2002) (available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301475).

BRATTON W., *Enron, Sarbanes -Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents*, in *Villanova Law Review*, Vol. 48, No. 4, p. 1023, 2003

BRIGUORI P. - LAINO A. - GRASSO P., *La responsabilità per danno erariale*, Milano, 2006.

BRUGNANO C. - RAPALLINI C., *I patti di stabilità interni: una verifica con i dati dei certificati dei conti consuntivi*, in *Economia Pubblica* 1-2/2009, pp. 57-89.

BRUNO F., *Qualificazione di "strumento finanziario" del contratto di Interest rate swap ed applicazione del rito societario*, in *Il Corriere del merito*, 2009, 259.

BRUNO F. - ROZZI A., *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Le Società*, 2007, 277.

BRUNO F. - ROZZI A., *Le Sezioni Unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 604.

BRUNO F.- ROZZI A., *La posizione del giudice penale sui derivati*, in *Il Corriere del merito*, 2012, 924.

BRUNO F., *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391.

BUCCARELLI A., *Il sistema delle responsabilità amministrativa e civile nelle società di capitale pubbliche*, in *Le Società Pubbliche*, a cura di FIMMANÒ, Milano, 2011, 403.

BUFACCHI I., *Crack Lehman: strada in salita per le azioni legali dei risparmiatori*, in *Guida al diritto*, 2008, 10, 16.

BUFACCHI I., *La cura contro la doppia crisi di banche e Stati*, in *Il Sole 24 Ore* del 18.5.2012, pg.4.

BULFARO V., *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di*

BUONOCORE V., *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, 02, 181.

BUSNELLI D., «*Illecito civile*», in *Enc. giur.*, XV, Roma, 1989.

BUTTURINI M.C., *Violazione delle business rules da parte degli intermediari finanziari: la tutela dell'investitore fra nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, in *Banca borsa e tit cred.*, 2007, 526.

CACCHI PESSANI S., *Corporate governante, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.* 2003, 06, 746.

CAFARO R., *Strumenti finanziari derivati: materia complessa anche per il giudicante*, in *Il Corriere del merito*, 2004, 10.

CAGGIANO I.A., *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazione e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453.

CALANDRA BUONAURA V., *Crisi bancarie, effetti sistemici e interventi pubblici: qualche spunto per una riflessione*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

CALANDRA R., *Al via il processo derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 6.05.2010.

CALANDRA, *Al via il processo derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 6.5.2010

CALDERAI V., *A che punto è la notte, guardiano? Tutela del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza nel tempo della <<fine della finanza>>*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 1517.

CALLEGARO F., *Validità del contratto, conflitti di interesse e responsabilità nell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 2010, 605.

CALOMIRIS C. - PORNROJNANGKOOL T., *Relationship Banking and the Pricing of Financial Services*, NBER Working Paper, 2006.

CALLEGARI M., *Tre sentenze in tema di informazione finanziaria: con qualche annotazione a margine*, in *Giur. it.*, 2011, 873.

CALVO R., *Il contratto di assicurazione. Fattispecie ed effetti*, in *Trattato della responsabilità civile* diretto da FRANZONI, Milano 2012.

CAMMARATA S., *Interventi del Serbanes - Oxley Act of 2002 sulla corporate responsibility nelle società quotate statunitensi – Ceradi (Centro di ricerca diritto dell'impresa)*, Luiss, Roma, 2002 reperibile www.ceradi.luiss.it.

CAPALDO G., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999.

CAPECCHI G., *La responsabilità amministrativa degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato: note di inquadramento sistematico e problematiche operative*, in *Dir. comm. internaz.* 2006 fasc. 1, 97.

CAPOBIANCO E. - LONGOBUCCO F., *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contratto e Impr.*, 2011, 4-5, 1142.

CAPPIELLO S., *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 40.

CAPRIGLIONE F., *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1991, 793.

CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» derivati: strumenti per la copertura del rischio per nuove forme di speculazione finanziaria?* in *Banca borsa titoli credito*, 1995, I, 359.

CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa*, 2008, I, 20.

- CAPRIGLIONE F., *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Milano, 2009.
- CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario italiano*, Milano 2010.
- CAPUTO NASSETTI F., *Interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. intern.*, 1990, 675.
- CAPUTO NASSETTI F., *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 88.
- CAPUTO NASSETTI F., *Della causa del contratto di swap domestico*, in *Studium iuris*, 1998, 245.
- CAPUTO NASSETTI F., *Gli strumenti finanziari derivati: contratti e regime giuridico*, in *Bancaria*, 2010, 83.
- CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011.
- CAPUTO NASSETTI F., *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 19.
- CAPUTI JAMBRENGHI V., *La nuova Corte dei Conti e l'ordinamento comunitario del controllo sulla spesa pubblica tra efficienza e garantismo. Atti del convegno di studi Bari 1994*, Milano, 1995.
- CARAVITA DI TORRITTO B., *La Costituzione dopo la riforma del titolo V: Stato, Regioni ed autonomie fra Repubblica ed Unione Europea*, Torino, 2002.
- CARBONE S., *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 12.
- CARBONE V., *La responsabilità del medico ospedaliero come responsabilità da contatto*, in *Danno e resp.*, 1999, 294.
- CARINGELLA F. -MAZZAMUTO S. - MORBIDELLI G., *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2010.
- CARLANDO L., *Livello 3 MiFID. Prime riflessioni alla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009*, in *www.dirittobancario.it*
- CARLINI V., *Come la finanza creativa ha danneggiato gli enti pubblici*, , in *IlSole24Ore* del 22.3.2010.

CAROSELLI A., *La responsabilità amministrativa degli amministratori* CARBONETTI F., *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca borsa tit cred.*, 2001, 770.

CARPENTER D. H., *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title X, The Consumer Financial Protection Bureau*, in *Congressional Research Service*, July 21-2010, available in www.crs.gov.

CARRIERO G., *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2010, 83.

CARRIERO G., *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, in *Europa e dir. priv.* 2011, 02, 505.

CARULLO G., *La separazione (giudiziale) tra aggiudicazione e contratto: un divorzio inevitabile*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.* 2011, 1, 160.

CASSETTA E., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2001.

CASTRONOVO C., *L'avventura delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 21.

CASSESE S., *Istituzioni di diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 2009.

CATALANO G., *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, c.310.

CATALANO G., *Ancora sugli strumenti finanziari derivati, tra forma dei contratti ed ingiustificato arricchimento*, in *Foro it.*, 2003, I, 612.

di società a partecipazione pubblico locale e degli amministratori e dipendenti di enti pubblici economici, in www.dirittodeiservizipubblici.it.

CATTADORI M., *Aggiornamenti normativi alla responsabilità amministrativa (rectius penale) degli enti (d.lg. 231/01)*, in *Riv. pen.* 2009 fasc. 11, 1199.

CASSETTA E., *Responsabilità della pubblica amministrazione*, in *Dig. Disc. Pubbl.*, 1997.

CASSETTA E., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2010.

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, Enc. giur. Treccani, XXI (Roma 1990).

CAVALLO BORGIA R., *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 393.

CAVALLITO M., *Il Comune di Roma rischia il crack per i derivati. E la procura apre un fascicolo*, in *ilfattoquotidiano.it* del 23.07.2010.

CECERE A.M., *La cedevolezza da eccezione a regola*, in *Quad. Cost.* 2003, 631.

CENDON P. (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, 2004.

CESIANO D., *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614.

CERULLI IRELLI V., *Note critiche in tema di attività amministrativa secondo modelli negoziali*, in *Dir. Amm.* 2003, 244.

CERULLI IRELLI V., *Sulla funzione di controllo della Corte dei Conti in Enti locali e sistema dei controlli* a cura di FARNETI - POZZOLI, Milano 2007, 41;

CERULLI IRELLI V., *La posizione costituzionale della Corte dei Conti tra funzione di controllo e giurisdizione* in *Responsabilità amministrativa e giurisdizione-Atti del LI convegno di studi di scienza dell'amministrazione-Varenna* Milano, 2006, 403.

CERQUA L.D., *Profili generali della responsabilità degli enti dipendente da reato*, in *Corriere del merito* 2007 fasc. 8-9, 977.

CHIAPPINELLI C., *Raccordi tra controlli interni ed esterni e coordinamento della finanza pubblica nell'evoluzione dell'ordinamento: contributo ad una ricostruzione sistematica*, in *Rivista della Corte dei Conti*, 2007 e in www.rivistacorteconti.it.

CHIEPPA R. - MIRABELLA M. - DI STEFANO M. - ALTIERI A., *Corso di diritto amministrativo*, Milano, 2009.

CHIESA F., *Corte dei Conti*, in *Enciclopedia del Diritto*, X, Milano, 1962, 857.

CHIONNA V., *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 38.

CHIONNA V., *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, 244.

CHINÈ G., ZOPPINI A., *Manuale di diritto civile*, in *Manuali superiori* a cura di ALPA E GAROFOLI, Roma, 2011.

CHINNI D., *La Corte, i presupposti del decreto-legge e le tortuose vie per il sindacato. Riflessioni a margine della sentenza n. 52/2010*, in *Giur. It.*, 2011,2.

CHITI E., *Le risposte alla crisi della finanza pubblica e il riequilibrio dei poteri nell'Unione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2011, 3, 311.

CIAN M., *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2009, 6, 1197.

CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari, I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI e R. LENER, Torino, 2010, 231.

CIPOLLA P., *Il d.lg. n.231 del 2001 nella prassi giurisprudenziale, a dieci anni dall'entrata in vigore*, in *Giur. merito*, 2011, 06,1468.

CLARIS APPIANI L., *Valore probatorio della <<dichiarazione di operatore qualificato>> e doveri di informazione passivi dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 276.

CLUCHEY D.P., *The Financial crisis and the response of the unites States: Will Dodd Frank protect us the next crisis*, 2011, available at: <http://ssrn.com/abstract=1831661> .

COCCO G., *L'illecito degli enti dipendente da reato e dil ruolo dei modelli di prevenzione*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2004, 01, 90.

COFFEE C. JR., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, in 89 *Cornell L. Rev.* (2004), 269.

COFFEE C. JR., *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ* , in *Columbia Law and Economics Working Paper No. 274 Working Paper Series*, 2005.

COFFE C. JR., *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "banking, housing and urban affair" costituito presso il Senato statunitense) available at site www.senate.gov.

COLAVITO F. -RIGHETTI S., *La gestione finanziaria del rischio temperatura tramite l'uso dei derivati meteorologici*, in *Amm. Fin.*, 2005, fasc.57 p.39.

COLCERA E., *I Sistemi di vigilanza delle società italiane quotate nei mercati regolamentati: il Sarbanes-Oxley Act, un modello per l'Italia?*, in *Le Società*, 2005, 791.

COLOMBINI F., *Banche, Stati e Banche Centrali nelle crisi finanziarie. Evoluzioni e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2012, 160.

CONSOLO C. -STELLA M., *L'avventuroso spirito del celebre Morgan non affonda ai Caraibi ... è vivo, e imperversa nell'Europa continentale con la vendita dei credit default swap (cds) agli enti pubblici locali*, in *Corr. giur.*, 2011, 1066.

CONSULICH F., *La giustizia e il Mercato*, Milano, Giuffrè, 2010.

COPELAND C.W., *The Dodd Frank wall street reform and Consumer Protection Act: Regultions to be Issued by the consumer financial protection bureau*" in *Congressional Research Service*, August 25, 2010, available at site www.crs.gov.

CORRADI S., *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 717.

CORTESE F., *Derivati e finanza locale: un approfondimento*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE-SARTORI, Pisa, 2011, 213.

CORTESE F., *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, in *Giornale di dir. amm.*, 2012, 4,394.

COSSIGA C., *Le operazioni in **derivati** e loro contabilizzazione*, in *Fin. loc.*, 2008, 127.

COSSU M., *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*", in *Banca borsa tit. credito*, 2006, II, 168.

COSSU M. - SPADA P., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente- Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. credito*, 2010, 04, 401.

COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008.

COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini*, in *Giur.It.*, 2006, 537 .

COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, op.cit., in *Giur. it.*, 2006, 537.

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. it.*, 2010, 607 .

CUNNINGHAM L.A., *The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And It Might Just Work)*, in 36 U. Conn. L. Rev. (2003) available at http://ssrn.com/abstract_id=337280.l

D'ALBERTI M. – PAJNO A., (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le Autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, Il Mulino, 2009.

DAMBROSIO L., *Mancanza di forma ad substantiam ex art. 23 T.U.F.*, in *I Contratti*, 2012, 6,520.

D'ANGELO A., *La buona fede*, in *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. priv.* BESSONE, XIII, t. IV, Torino, 2004.

D'ARCANGELIS S., *Intermediari finanziari - Disciplina degli « operatori qualificati »: status quo e riforme in atto*, in *Amm. e fin.*, 2005, 58.

D'AURIA G., *I nuovi controlli della Corte dei Conti davanti alla Corte costituzionale*, in *Foro It.* 1996, I, 1158.

D'AURIA G., *Responsabilità dell'amministrazione e del funzionario*, in *Foro amm.* CDS 2008, 12, 3479.

DATTOLO G., *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, 772.

DE IULIIS C.M., *Principi di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

DE IULIIS C.M., *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, n. 3, 391.

DEL BENE F., *Strumenti finanziari e regole MiFid*, Milano 2009.

DE GREGORIO A. – FANELLI G. – LA TORRE A., *Diritto delle assicurazioni*, II, Milano, 1987, 110.

DELLA CASA M., *Negoziare titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato*, in *Nuova giur.comm.*, 2006, 599.

DELLA NEGRA F., *Culpa in contraendo, contatto sociale e modelli di responsabilità*, in *I Contratti* 2012, 4, 235.

DE CARLO G., *La regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari in USA*, in *Le Società*, 2003, 249.

DE LUCA A., *La Tutela del risparmio negli USA*, in *Diritto.it*, 9.7.2009.

DE MARCO G., *Sanzionata dalla Corte dei conti la Giunta comunale che deliberò un mutuo a copertura di spese correnti*, in *Diritto e pratica amministrativa (Il sole24ore)* n. 2 - dicembre 2006.

DE MARZO G., *Corte dei conti e sindacato sui limiti della giurisdizione*, in *Urbanistica e appalti*, 2012,34.

DE MARCO G., *Sanzionata dalla Corte dei conti la Giunta comunale che deliberò un mutuo a copertura di spese correnti*, in *Diritto e pratica amministrativa (Il sole24ore)* n. 2 - dicembre 2006.

DE NOVA G., *I nuovi contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.* 1984, 653.

DE NOVA G., *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1985, 440.

DE NOVA G., *Sul rapporto tra disciplina generale dei contratti e disciplina dei singoli contratti*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 327.

DE NOVA G., *Nuovi contratti*, Utet, Torino 1990.

DE NOVA G., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.

DENTE A.M., *Il reperimento delle risorse mediante gli strumenti di finanza innovativa (seconda parte)*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 137.

DEODATO, C. *Le nuove frontiere del giudice amministrativo*, a cura di PELLEGRINO, Milano, 2008, 185.

DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.

DE POLI M., *Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*, in *Analisi Giuridica del Mercato*, 2012, 1, 49.

DE ROLD V., *Cds Grecia segnalano default in cinque anni al 99%. Ma Atene non è Buenos Aires. Ecco perché*, in *il Sole24Ore.com* del 2 marzo 2012.

DI ANTONIO M., *Quali banche dopo la crisi? Dal <<modello unico>> alla pluralità di business e di regole*, in *Bancaria*, n.1/2012.

DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Milano, 2012.

DI LORENZO V., *Does the law Encourage Unethical Conduct in the Securities Industry?*, in 11 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2006, p. 791), p. 269.

DI MAJO A., *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967.

DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale*, Comm. Scialoja-Branca, art. 1173-1176 (Bologna-Roma 1988).

DI MAJO A., *La nullità*, in *Il Contratto in generale*, in BESSONE (diretto da), *Tratt. di dir. privato* Torino, 2002, VII, 140.

DI MAJO A., *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005, 1282.

DI MAJO A., *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005, 1282.

DI MAJO A., *Le tutele contrattuali*, Torino 2009.

DI TARANTO G., 1929-2009. *Dal crollo di Wall Street alla crisi dei mercati finanziari*, in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV, Milano, 2010, 1150.

DOLMETTA A.-MINNECI U., voce *Contratti di borsa (ovvero dei mercati mobiliari regolamentati)*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. IV, 111.

DRIGO F., *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 488.

DRUCKER S.- PURI M., *The Tying of Lending and Equity Underwriting*, NBER Working Paper, 2004.

DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.

EASTERBROOK F.H., *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, in *Virginia Law Rev.*, 2009 (95), 694.

ELIA M. - MOLINARI I., *Compendio sui contratti derivati. Un faro sugli interest rate swap*, Milano, Le Fonti Editore, 2009.

ENRIQUES L., *Bad apples, bad oranges: a comment from old Europe on post -Enron corporate governance reforms*, in 38 *Wake Forest Law Review* , 2003, 911.

ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di GALGANO E

VISINTINI, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2006, p. 191.

ENRIQUES L.- GARGANTINI M., *Regolamentazione e autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, in *Giur comm.*, 2009, 05, 906.

FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La Responsabilità civile*, 2007, 679.

FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, IV, 912.

FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 166.

FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009.

FADEL P., MARANGONI A., *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, in www.dirittobancario.it dicembre 2008;

FALCON G., *Modello e transizione nel nuovo titolo V della parte II della Costituzione*, in *Le Regioni*, 2001, 1254.

FALCONE G., *La compliance nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in ADAMO, CAPOBIANCO E CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Atti del Convegno su "Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori" tenutosi nei giorni 30 novembre-1 dicembre 2007 presso l'Università del Salento, Napoli, 2010, 85.

FANELLI G., voce *Assicurazioni contro i danni*, in *Enc. giur.* Treccani, Roma, 1988.

FANELLI G., *La truffa: le problematiche più controverse*, in *Giur. merito* 2011, 04, 1152.

FANELLI G., *La truffa*, Milano, 2009.

FANTETTI F., *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. e prat. soc.*, XI, 2009.

FANTETTI F., *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 11, 739.

FANTETTI F., *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, in *in Resp. civ.*, 2010, 6, 426.

FANTETTI F., *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *La Resp. civile*, 2010, 11, 739.

FANTETTI F., *Obblighi di diligenza e professionalità dell'intermediario finanziario a fronte della qualità di cliente professionale dell'investitore*, in *Resp. civ.*, 2011, 11, 735.

FANTETTI F., *L'annullabilità in autotutela dei contratti derivati*, in *La Responsabilità civile*, 2012, 42.

FANTETTI, *La responsabilità degli organi delle società a partecipazione pubblica*, in *Resp. civ.*, 2012, 6, 459.

FARINA RISPOLI M. - ROTONDO G., *Crisi dei mercati finanziari*, Milano, 2009.

FEBBRAJO T., *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, in *Giust. civ.* 2008, 12, 2785.

FENTON A. - REINHART C. (a cura di), *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*, part II, June-December 2008, in *VoxEu.org*. (<http://www.voxeu.org>).

FERDINANDO B., *Derivati o.t.c. e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corriere del merito*, 2008, 1263.

FERGUSON C., *Larry Summers and the Subversion of Economics*, in *The Chronicle Review*, 3 Ottobre 2010.

FERRARINI G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. RIOLO, Milano 1993.

FERRARINI G. - GIUDICI P., *Financial scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in Armour, McCathery (Eds.), *After Enron – improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Portland, 2006.

FERRARIO M., *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *I contratti* 2000, 258.

FERRELL A. – BETHEL J. - HU G., *Legal and Economic Issues in Subprime Litigation*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 612, March 2008.

FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, 636.

FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano 1966.

FERRI G. - LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009.

FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale, parte speciale, II*, Bologna, 2009.

FICO D., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2008, 1400.

FINARDI D. - RUGGERI L., *Interest rate swap e fallimento*, in *I Contratti* 2003, 97.

FIORIO P., *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 768.

FIORIO P., *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.

FIORIO P., *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343.

FLICK G.M., *Le prospettive di modifica del D.lgs n.231/2001, in materia di responsabilità amministrativa degli enti: un rimedio peggiore del male?* in *Cass.pen.*, 2010,11, 4032.

FLICK G.M., *Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia*, in *Riv. dir. Soc.*, 2011, 01,42.

FOLLIERI E., *I poteri del giudice amministrativo nel decreto legislativo 20 marzo 2010 n. 53 e negli artt. 120-124 del codice del processo amministrativo*, in *Dir. proc. amm.*, 4, 2010, 1077.

FORLENZA O., *Confisca obbligatoria in caso di condanna definitiva*, in *Guida dir.*, 2000, f. 42, 53.

FORZIATI M., *La responsabilità contrattuale del medico dipendente: il contratto sociale conquista la Cassazione*, in *Resp. civ.*, 1999, 652.

FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

FRACCHIA F., *Osservazioni in tema di responsabilità del dipendente pubblico e attività contrattuale*, in *Foro it.*, 1999, I, 1194.

FRANCAVIGLIA R, *Le problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati: nota ad indagine conoscitiva della Corte dei Conti del 3 marzo 2005*, in www.diritto.it.

FRANCO I., *Manuale del nuovo diritto amministrativo*, Ipsoa, Milano, 2008.

FRANZONI M., *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, 1993.

FRATINI M., *Le garanzie reali e personali*, Milano 2010.

FRATINI M., *Sub art.4 bis*, in *Testo unico della finanza*, FRATINI, GASPARRI (a cura di), Milano, Ipsoa, 2012.

FREYBERG, D. J., *Municipal bankruptcy and express state authorization to be a Chapter 9 debtor: Current state approaches to municipal insolvency and what will states do now?* in *Ohio Northern University Law Review*, 23(1001).

FRIGNANI A., *La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa (profili di diritto comparato europeo)*, in *Foro it.*, 1995, V, c. 294.

FRISONE P., "A Milano la banca va in Procura", in *Il Sole 24 Ore* del 24.01. 2009.

FRISONE P., *In Campania primato di perdite*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7.11.2009,20

FRISONE P., *Quando lo swap non è di copertura*, in *Il Sole 24Ore* del 14.7.2011, 11.

FRISONE P., << Il Comune di Milano ha pagato costi occulti per 99 milioni di euro >>, in *Il Sole 24 Ore* del 12.05.2012.

FRUMENTO L., *Le informazioni fornite ai clienti*, in Aa.Vv., *La Mifid in Italia*, a cura di ZITIELLO, Torino, 2009, 279.

FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, *Contratto e Impresa*, 1/2012, 1821.

GABRIELLI G., *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, 1133.

GABRIELLI E. - LENER R., (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, I, Torino, 2004.

GABRIELLI E. -LENER R., *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MIFID*, in *I contratti del Mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI-LENER, Torino, 2010.

GALASSO G., *Options e contratti derivati*, in *Contr. e impr.*, 1999, 1269.

GALATI A., *Il contatto sociale nel contesto delle fonti di obbligazione: considerazioni su contatto qualificato e art. 1173 c.c.*, in *Danno e resp.*, 2012, 933.

GALBRAITH J.K., *Il grande crollo*, Rizzoli, Milano, 2002 (ed. orig. 1954).

GALBRAITH J.K., *L'economia della truffa*, Milano, 2004.

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale, II, Le obbligazioni e i contratti, I, Obbligazioni in generale. Contratti in generale*, Padova, 1990.

GALLO P., *Asimmetrie informative e dovere di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 644.

GAMBINO A., voce *Assicurazione (contratto di assicurazione: profili generali)*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1988, vol. III.

GANDE A.- PURI M.- SAUNDERS A.- WALTER I., *Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence*, in 10 *The Review of Financial Studies* 1175, 1997.

GANDE A.- PURI M.- SAUNDERS A.- WALTER I., *Bank Entry, Competition and the Market for Corporate Securities Underwriting*, in 54 *Journal of Financial Economics*, 1999.

GAROFALO L., *Annullamento dell'aggiudicazione e caducazione del contratto: innovazioni legislative e svolgimenti sistematici*, in *Dir. proc. amm.*, 2008, 1, 138.

GATTI P., "Derivati Milano, scattano i sequestri", in *Il Sole 24 Ore* del 28.04.2009.

GAZZONI F., *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 52.

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Napoli, ESI, 2004.

GENOVESI G., *Limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2006, 672.

GENTILI A., *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO, *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, 1999, II, 1333.

GENTILI A., *Disinformazione e invalidità : i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, 393.

GHEZZI F., *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, Giuffrè, Milano, 195.

GHISELLI F., *Profili civilistici e fiscali degli strumenti finanziari derivati (options, futures, swaps, caps, floors, collars)*, in *Boll. Trib.*, 1997, n. 17, 1254.

GIACOMINI M., *I prodotti derivati negli enti locali*, in *Informator*, 2007, fasc. 1, 18.

GIAMPAOLINO L., *Relazione nel Saluto introduttivo (p. 3) al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali italiani" (23 maggio 2011)*, in www.corteconti.it

GIANNELLI G., *Assicurazione*, in *Il Diritto. Enciclopedia Giuridica del sole 24 ore*, Milano, 2007.

GIANNINI M.S., *La responsabilità precontrattuale della amministrazione pubblica*, in *Raccolta disritti in onore di A.C. Jemolo* (Milano, 1963), III, 264.

GIGLIO F., *Esiste un «Law of unjust enrichment» nel diritto inglese?*, in *Contratto e impr.-Europa*, 2000, 149.

GIGLIO V., *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, 1, 23.

GILETTE C.P., *Political Will and Fiscal Federalism in Municipal Bankruptcy*, in *NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 11-22-2011 available www.ssrn.com*.

GILOTTA S., *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 134.

GIOIA G., *Il contratto di swap*, in *Giur. it.*, 1999, 11.

GIOMI V. - MERUSI F., *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Diretto da CHITI E GRECO, Milano Giuffrè, 2007, III T., 1463.

GIOMI V., *Il sindacato giurisdizionale della Corte dei conti dinanzi a un nuovo vaglio delle Sezioni unite: il giudizio*, in *Giur. It.*, 2012, 2.

GIOVAGNOLI R., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2011.

GIULIANI F.M., *Negli swap manca l'intento ludico*, in *Dir. prat. trib.*, 1996, fasc. 3, 1072.

GIRINO E. - VECCHIO C., *Futures, swaps, options e commercial papers*, Milano, 1988, 110

GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano 2010.

GIRINO E., *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, 1,35;

GIRINO E., *Sviluppi giurisprudenziali in tema di derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 6, 794.

GIRINO E., *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca borsa titoli credito*, 2011, 1,35.

GIRINO E., *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, 4, 509.

GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli*, in *Le Società*, 2011, 12, 1444.

GLIATTA G., *Risolubilità o nullità del contratto di investimento in strumenti finanziari*, in *Resp. civ.*, 2007, 356.

GOBIO CASALI P., *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore*, in *Giust. civ.*, 2010, II, 301.

GOBBO G.- SALODINI C.E., *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 5/II.

GOBBO G., *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007,60.

GRAMM P., *Deregulation and the financial panic*, in *The Wall Street Journal*, February, 20, 2009.

GRANELLI C. E STELLA G. (a cura di), *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione e rappresentanza*, Milano, 2007.

GRASSELLI F., *Derivati: La cassazione si pronuncia sulla nozione di <<operatore>> qualificato*, in *Obbl. e contr.*, 2011, 511 ss.

GRAZIUSO E., *Le conseguenze risarcitorie della violazione dell'obbligo di informare adeguatamente il risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 1352.

GRECO G., *Accordi e contratti della pubblica amministrazione tra suggestioni interpretative e necessità di sistema*, in *Dir. amm.*, 2002, 3, 413.

GRECO F., *Domestic Currency swap, anticipazione bancaria e responsabilità della banca*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2006, 1, 143.

GRECO F., *"La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob"* tratto dalla *Relazione al convegno "La tutela del risparmio tra evoluzione normativa e giurisprudenziale"*, svoltosi a Lecce, il 16 novembre 2007, organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura – Ufficio dei Referenti per la formazione decentrata Corte d'Appello di Lecce e la Scuola di Specializzazione per le professioni legali – Univ. Del Salento.

GRECO F., *Violazione di regole comportamentali tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale*, op. cit., in *Danno e responsabilità*, 2007, 574.

GRECO F., *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140.

GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffè, 2010.

GRECO F., *La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob*, in *ww.ilcaso.it*.

GRECO F., *Intermediazione finanziaria e regole d'informazione: la disomogeneità del quadro rimediare e la "tranquillità" della tradizione*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 2561.

GRECO F., *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 428.

GRECO F., *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in *www.dirittobancario-dicembre2012*.

GREENE E.F., *Dodd-frank and the Future of financial regulation*, in *Harvard Business Law Review on line*, 2011, available at http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/10/HBLR-Greene_Symposium1.pdf.

GREENSPAN A., *Insurance companies and banks under the new regulatory law*, 1999, disponibili su www.federalreserve.gov.

GREENSPAN A., *Economic flexibility, remarks to the National association for business economics annual meeting, Chicago, September 27, 2005*, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2005/20050927/default.htm>

GRECO S., *Responsabilità per violazione del divieto costituzionale di indebitamento per finanziare spese correnti*, in www.corteconti.it.

GREENBERGER M., *Diversifying clearinghouse ownership in order to safeguard free and open access to the derivatives clearing market*, in *The Social Scienze Research Network Electronic Paper Collection*: <http://ssrn.com/abstract=2014964>.

GREENSPAN A., *How Dodd – Frank fail to meet the test of our times*, in *Financial Times*, 30 marzo 2011.

GRIFFITH-J.S.- OCAMPO J.A.- STIGLITZ J.(A CURA DI), *the Financial Crisis of 2007-8 and Its Macroeconomic Consequences*, *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, in Oxford University Press, New York 2010, 19-49.

GROSSMAN R., *Fraud claims proceed against rating agencies and investment bank arranger arising from sale of mortgage-backed Securities*, in *Financial Services Litigation Newswire*, December 2009, available at site <http://www.chadbourne.com/files/Publication>.

GRUNDMANN S., *L'autonomia privata nel mercato interno*, in *Europa e dir. privato*, 2001, p. 277.

GUCCIONE C., *Corte dei Conti Voce*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, 1998.

GUERINONI E., *Obbligazione da contatto sociale e responsabilità contrattuale nei confronti del terzo*, in *I Contratti*, 1999, 1007.

GUERINONI E., *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano 2008.

GUERRIERI P., *L'Ue e la crisi finanziaria*, in www.affariinternazionali.it

GUERRINI R., *La responsabilità da reato degli enti. Sanzioni e loro natura*, Milano, Giuffrè, 2006.

HAMILTON J.- TRAUTMANN T. "Sarbanes-Oxley Act of 2002. Law and Explanation" in CCH Incorporated, Chicago 2002.

HENDRICKSON J.M., *The long and bumpy road to Glass-Steagall reform*, in *American Journal of Economics and Sociology*, 2001, 849. MISHKIN, EAKINS, FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Bologna 2007.

HEINITZ E., *Il danno patrimoniale nella truffa*, in AP, 1953, I, 357.

HILL J., *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 82:43, 2004, 46 .HILLMAN R.J., *Troubled Asset relief program: Status of efforts to address transparency and accountability issues*, GAO, 2010.

HODGE O'NEAL F., *Corporate and Securities Law Symposium, After the Sarbanes Oxley Act: the Future of the Mandatory Disclosure System*, in 81 *Washington University Law Quarterly*, 2003, 229.

HOUBEN M., *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazioni degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio*, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, 2, 165.

HUBBARD, RUSSELL, "First hearing in Jefferson County bankruptcy under way in Birmingham court" in *Birmingham News* 10.11.2011.

HULL J.C., *Opzioni, futures ed altri derivati* (traduzione di E. Barone), Prentice-Hall International, Il Sole 24 Ore, 2006.

INDOLFI M., *La tutela degli investitori rispetto ai conflitti d'interesse degli intermediari» quale bene primario nella fattispecie al vaglio della Cassazione*, in *Resp. civ. prev.* 2012, 3, 193.

INFANTINO A., *Verso una finanza innovativa. Gli «swaps» sui tassi di interesse: aspetti finanziari e contabili*, in *Nuova Rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2003, n. 1, 70.

INFRICCIOLI R., *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc.*, 2008, 43.

INSOLERA G., *La criminalità politico-amministrativa*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2011, 02, 584.

INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contr. e Impr.*, 1988, 619.

INZITARI B., *Sponsorizzazione*, in *Contratto e impresa*, 1988, 597.

INZITARI B., *Gli swaps come contratti di controllo del rischio*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni 90*, a cura di Minervini, Napoli, ESI, 1993, 63.

INZITARI B., *Profili del diritto delle obbligazioni: interessi legali e convenzionali, euro, divieto d'anatocismo, mutuo e tasso usurario, compensazione, cessione di credito in garanzia, mandato all'incasso, swap sponsorizzazione, ricevute bancarie*, Padova, 2000.

INZITARI B., *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it.- 2007.

INZITARI B.- PICCININI V., *L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed indamepimento contrattuale*, in *Tutela del risparmio*, Authorities, Governo Societario, AA.VV., a cura di BILANCIA, RIVOLTA, Giuffrè, Milano, 2008.

INZITARI B. – PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.

INZITARI B. - PICCININI V., *La responsabilità civile. Casi e materiale*, Milano, 2009.

INZITARI B., *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari- sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corriere giur.*, 2009, 7, 973

INZITARI B., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, 7.

IRRERA M., *Domestic currency swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro pad.*, 1987, II, 12.

IRRERA M., voce "*Swaps*", in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., XV, Torino, UTET, 1998, 314.

IUDICA F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011.

JEFFREY N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, 69 U. CHI. L. REV. 1233 (2002).

JHONSON R., *An Examination of Rating Agencies's Actions Around the Investment Grade Boundaries*, in *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, 2003.

JICKLING M. - WEISS A., *Freddie Mac. Scandal in U.S. Housing*, New York, Nova, 2007.

JICKLING M. - RUANE K.A., *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title VII, Derivatives*, in *Congressional Research Service 7-5700 available at www.crs.gov*.

KAUFMANN G., *The US Financial System, money markets and institutions*, Prentice hall, 1995.

KAY J., *"The same old folly starts a new spiral of risk"*, in *Financial Times*, 14 August 2007.

KREGEL J., *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*, Levy Economics Institute Working Paper No. 530, April 2008.

KRUGMAN P. – WELLS R., *Where Do We Go from Here?*, in *New York Review of Books*, 13 gennaio 2011.

KUMPEL S., *Zum Termin und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäfte*, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1986, 661 .

LA CUTE G., *Truffa (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XLV, Milano, 1992, 272.

LAMANNA DI SALVO D., *US GAAP: profili storici e comparazione con la normative italiana*, Trento, Editrice UNI Service, 2006.

LAMORGESE A., *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giust. civ.*, 2009, 17.

LA ROCCA G., *Gli <<operatori qualificati>> in cassazione: un altro capitolo di difficile rapporto della Suprema corte con il diritto privato del mercato finanziario*, in *Foro it.*, 2010, 129.

LA ROSA M., *Black-out nei controlli: stato dell'arte e prospettive di riforma in tema di revisione contabile*, in *Giur. comm.* 2005, 02, 183.

LA TORRE A., *Echi dell'antico dibattito sul contratto di assicurazione: II) Il problema della natura giuridica*, in *Assicurazioni*, 1995, I, p. 508

LAUGHLIN, A. M., *Municipal insolvencies: An article on the treatment of municipalities under Chapter 9 of the U.S. Bankruptcy Code. Municipal*, in *Finance Journal*, 26(2), 37-60, 2005.

LEI M., *Sulla responsabilità degli enti per i reati commessi da loro esponenti in posizione apicale* (nota a Cass., sez. VI pen., 9 luglio 2009 (ud.); 17 settembre 2009 (dep.) n. 36083 , in Cass. pen. 2010 fasc. 5, 1941.

LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 354.

LEMMA V., *L'"operatore qualificato" nelle operazioni in derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 57. LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in *Quaderni Consob di finanza* n. 62, Roma, settembre 2008.

LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996.

LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI E LENER, Torino, 2011.

LENER- RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interessi: sintomi e cure*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 353.

LENER R.- LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, in *Banca, borsa tit.cred.*, 2012,I, 369.

LIACE G., *La finanza innovativa e la tutela del risparmiatore*, in *Danno e resp.*, 2006, 191.

LILLO F., *La responsabilità amministrativa tra discrezionalità e merito*, in *Giur.it.*, 2006,1064.

LIMENTANI M., *Giurisdizione della corte dei conti*, in *Giornale Dir. Amm.*, 2011, 8, 878.

LOBUONO M., *Intermediazione mobiliare e mercati a termine: l'esperienza italiana e tedesca*, in *Contr. e impr.*, 1992, 249.

LOIERO R., *L'esperienza dei contratti derivati nelle pubbliche amministrazioni tra evoluzione normativa e prassi operativa*, in *Amministrazione in cammino, Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione* a cura del centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "Vittorio Bachelet".

LONGO A., *Quattro banche sotto indagine per i derivati al Comune di Milano*, in *Il Sole 24 Ore* del 27.06.2008.

LONGO A. - VOLPE PUTZOLU G., *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2009.

LONGOBARDI N., *Le autorità di regolazione dei mercati nel «tempo della crisi*, in *Amministrazione in cammino- Rivista elettronica di diritto pubblico, dell'economia e di scienza dell'amministrazione* a cura del Centro di ricerca sulle amministrazioni pubbliche "VITTORIO BACHELET".

LOPILATO V., *Categorie contrattuali, contratti pubblici e i nuovi rimedi previsti dal decreto legislativo n. 53/2010 di attuazione della direttiva ricorsi*, in *Dir. proc. amm.*, 2010, 4, 1346.

LUBERTI A., *Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali*, in *Giur. it.*, 2010,10.

LUCANTONI P., *L'inadempimento di "non scarsa importanza" nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 783.

LUCARELLI U., *La truffa*, Padova, 2002.

LUCCHINI GUASTALLA E., *Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civile e prev.*, 2008, 741.

LUCCHINI GUASTALLA E., *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 741.

LUCHENA S., *Codice etico e modelli organizzativo-sanzionatori nel d.lg. n. 231/01: legittimità ed efficacia*, in *Giur. comm.* 2011, I fasc. 2, 245.

LUISE S., *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, in *Obbl. e Contr.*, 2010, 10, 696.

LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 739.

LUNGHINI G., *Modelli organizzativi 231: linee-guida Abi*, in *Dir. e Soc.* 2008 fasc. 23, 6.

LUPOI A., *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Le Società* 2011, 1311.

LUSI D., *Inchiesta sui derivati-bidone al comune di Roma. La mappa delle indagini in 53 enti pubblici*, in www.ilsole24ore.it.

MACE D., *L'evoluzione del sistema bancario degli Stati Uniti*, *Bancaria*, 1987, fasc.1., pag. 18.

MACEY J.R., *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, 754.

MACEY J. R., *A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the relative Efficacy of Mandatory versus Enabling Rules*, in *81 Wash. Univ. Law Q.* (2003), 329 ss.

MACEY J.R., *Corporate governance*, (trad. ANTONGIOVANNI-BERETTA) Princeton University Press 2008, 148.

MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, 452.

MAFFEIS D., *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I Contratti*, 2005, 12.

MAFFEIS D., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv.dir.civ.*, 2007, 71.

MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, 408.

MAFFEIS D., *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I Contratti*, 2008, 555.

- MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, 30.
- MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 984.
- MAFFEIS D., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, 06, 779.
- MAFFEIS D., *Contratti derivati*, in *Banca Borsa titoli credito*, 2011, 694.
- MAFFEIS D., *Le stagioni dell'orrore in europa: da Frankensetin ai derivati*, in *Banca borsa tit. cred.* 2012, 03, 280.
- MAIMERI F., *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 1999, II, p. 235.
- MAGGI C., *sub art. 30*, in CAMPOBASSO (diretto da), *Testo unico della finanza, Commentario, Intermediari e mercati*, Torino, 2002, 271.
- MAGNO D. – DODARO S., *La nozione di operatore qualificato nel regolamento intermediari*, in *Le Società*, 2010, 3, 308;
- MALITO N.B., *Municipal bankruptcy: an overview of chapter 9 and a critique of tge "specifically authorized" and "insolvent" eligibility requirements of 11 U.S.C.S § 109*, in *Norton Journal of bankruptcy law and Pratiche*, July 2008.
- MANCINI T., *La cessione dei crediti*, in *Trattato di diritto civile a cura di RESCIGNO*, Padova, 1999.
- MANCINI A.M., *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51.
- MANCINELLI L., *L 'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 55.
- MANCINELLI C., *Derivati e responsabilità amministrativa*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE-SARTORI, Pisa, 2010.
- MANGANELLI P., *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Il Fallimento*, 2011, 129.

MANGIAROTTI M., *Gli strumenti di finanza innovativa applicati agli enti locali*, in *Aziendaitalia*, 2004, 6,1.

MANN R.A. -ROBERT B. S., *Essentials of Business law and the legal environment*, South-Western Cengage Learning, 2012, 868.

MANNA P., *La riforma della finanza americana*, in www.gei.it.

MANTOVANI F., *Diritto penale, Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2009.

MANZINI V., *Trattato di diritto penale italiano*, IX, Torino, 1986.

MARAGNO R., *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280.

MARCELLI R., *Derivati esotici e Margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, in *Il Caso.it*, II, 326/2012.

MARCHETTI B., *Annullamento dell'aggiudicazione e sorte del contratto: esperienze europee a confronto*, in *Dir. proc. amm.*, 2008, 1, 95.

MARCHIANDO C., *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, parte II, p. 376.

MARICONDA V., *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giur.*, 2008, 230.

MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 5, 346.

MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbl. e contr.*, 2010, 289.

MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La Responsabilità civile*, 2008, 635.

MARINI G., *Truffa*, in *Digesto pen.*, XIV, Torino, 1999, 353.

MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale*, Milano, Giuffrè, 2009.

MAROTTA G., *Indagine sull'uso degli strumenti derivati: referti della corte dei conti*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 3, 96.

- MARTIN D., *A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007*, in SSRN, 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324349.
- MASELLI P., *Fideiussione (negozio di)*, in *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del sole 24 ore*, Milano, 2007, 308.
- MASERA R., *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in *Bancaria*, 2009, 1, 3.
- MASTRAGOSTINO F., *Il sindacato della Corte dei conti sulla discrezionalità amministrativa*, in *Responsabilità amministrativa per danno erariale nella gestione dei rapporti di lavoro*, Milano a cura di CASTIGLIONE-PIZZOFERRATO, Milano, 2009.
- MASTROPAOLO E.M. - PRAICHEUX S., *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti, nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit cred.* 2002, 196-223.
- MATTEUCCI M., *Il contratto di swap*, in *Quad. giur. imp.*, 1990, n. 3, 27.
- MATTEI U. - SARTORI F., *Conflitto Continuo. A un anno da Enron negli Stati Uniti e in Europa*, in *Politica del diritto*, anno XXXIV, 2003.
- MAZZINI F., *L'ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, I, 691.
- MAZZINI F., *La legittimazione attiva del contraente "copre" solo la forma e il contenuto*, in *Guida al diritto*, 2008, 53.
- MAZZONI A., *Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato*, in *Rivista delle società*, 2005, 04, 717.
- MCCOY P.A., *Il contagio dei subprime*, in *Crisi dei mercati finanziari*, a cura di RISPOLI FARINA, ROTONDO, Milano, 2009, 25.
- MCKENNA L., *An Uncertain forecast for Credit rating Agencies: Liability for negligent misrepresentation after Bathurst*, in *Columbia Business Law Review*, on line: available <http://cblr.columbia.edu>.
- MEGLIANI M., *Debitori sovrani e obbligazionisti esteri*, Milano, Giuffrè, 2009.
- MELE E., *Manuale degli enti locali*, Milano, 2007.

MEMMO D., *Nuove strategie imprenditoriali di copertura del rischio di cambio: il contratto di domestic currency swap*, in *Dalle res alle new properties*, a cura di DE NOVA, INZITARI, TREMONTI, VISENTINI, Milano, 1991, 132;

MENGONI L., *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 5.

MENTI P., *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, 945/I ss.

MERCATI L., *Responsabilità amministrativa e principio di efficienza*, Torino, Giappichelli, 2002.

MERUSI F., *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 3, 253.

MESSINA P., *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia*, Milano, 2011.

METELLI F., *Swap*, in *Dizionario della finanza*, Milano, 2006, 560 .

MEUCCI S., *La classificazione della clientela ed il nuovo regime introdotto dalla MiFID. Dall'operatore qualificato al cliente professionale su richiesta*, in www.personaemercato.it, 2007.

MEUCCI S., *Obblighi informativi e tutela dell'investitore. L'evoluzione del sistema e le novità introdotte dalla MiFID*, in www.personaemercato.it del 2007.

MEUCCI S., *Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. e Contr.*, 2008, 4, 341.

MEUCCI S., *Articolazione della clientela e tutela dell'investitore: La cassazione si pronuncia sul valore della qualifica di "operatore qualificato" in materia di operazioni in strumenti finanziari*, in www.personaemercato.it del 2009.

MERUSI F., *Annullamento dell'atto amministrativo e caducazione del contratto*, in *Foro amm.-TAR*, 2004, 2, 569.

MERUZZI G., *La responsabilità precontrattuale tra regole di validità e regole di condotta*, in *Contr. e impr.*, 2006, 944.

MIANI S., *La gestione dei rischi climatici e catastrofici*, Torino, 2004.

MIELE T., *La responsabilità amministrativa per il danno patrimoniale alle finanze dell'ente*, in AA.VV. *Gli Strumenti derivati negli enti locali*, Il Sole 24 Ore, 2008.

MIELE T., *La responsabilità contabile concorrente degli amministratori delle società partecipate in caso di insolvenza*, in *Le Società Pubbliche*, a cura DI FIMMANÒ, Milano, 2011, 450.

MIGLIACCIO G., *L'attività sui mercati mobiliari: intermediazione e finanza derivata*, Roma, 1996.

MILLON D., *Who "Caused" the Enron Debacle*, in *60 Wash. & Lee L. Rev.* (2003), 31.

MIRIELLO C., *La tutela dell'investitore fra scandali finanziari e pretese di nullità virtuali*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, a cura di GALGANO E VISINTINI, in *Tratt. Galgano*, Padova, 2006.

MISHKIN F.- EAKINS S.- FORESTIERI G., *Istituzioni e mercati finanziari*, Bologna 2007.

MOBILI M., *Piccoli centri senza swap*, in *Il Sole 24 Ore* del 12-3-2010.

MONACI S.-TROVATI G., *Derivati Milano: no alle eccezioni*, in *Il Sole 24 ore* del 15.07.2010.

MONACI S.-TROVATI G., *Derivati dei Comuni, Firenze ora rischia un conto da 110 milioni*, in *Il Sole 24 Ore* del 20.07.2012.

MONACI, *Derivati Milano, chiesta la condanna delle banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.07.2012.

MONATERI P., *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile, diretto da SACCO*, Torino, 1998, 274, nt. 1.

MONATERI P., voce *Responsabilità civile*, in *Dig disc. priv.*, 1998.

MONDINI P.F., *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento. L'esperienza statunitense*, in *Collana Quaderni di banca borsa e titoli di credito*, Milano, 2008.

MONTALENTI P., *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 05, 535.

MORA C., *Profili civilistici della responsabilità dell'ente dipendente da reato e vicende modificative dell'ente*, in *Resp. civ. e prev.* 2007 fasc. 7-8, 1493.

MORABITO P., *Responsabilità della p.a. e del pubblico dipendente nella normativa della Carta costituzionale e nella normativa ordinaria*, *Riv. amm.*, 1989, 837.

MORBIDELLI G., *Della responsabilità contrattuale dei dirigenti*, in *Dir. Amm.*, 1999, 2, 199.

MORI M., *Swap: una tecnica finanziaria per l'impresa*, Cedam, Padova, 1990.

MORI M., *Il rischio di interesse*, Cedam, Padova, 1992.

MOSCATI E., *Il gioco e la scommessa*, in *Tratt. Dir. Priv.*, a cura di P. Rescigno, Vol. XIII, Torino, 1985 135.

MOTTI C., *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 223.

MULLINEAUX D.J., *Tying and Subsidized Loans: A Doubtful Problem*, Working Paper, 2003.

MUSCO CARBONARO B.-PANTALEO A., *Impatto della Mifid sul contenzioso tra banche e clienti - Gli obblighi informativi*, in *Aa.Vv.*, La Mifid, 917.

MUSOLINO M., *Stati Uniti*, Bancaria editrice, 1996.

MUSSARI G.- DELFINO F. -SARCINELLI M.- PIGNATARO G.- RUGHETTI A., *Relazioni, tenute al Convegno "L'esperienza nell'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali italiani" presso la Corte dei Conti Aula delle Sezioni Riunite (Roma) del 23 maggio 2011.*

MUSSARI G.- MONTI D.- MICOLI A., *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, Nuova giuridica, 2011.

NADOTTI L.M., *I derivati nelle P.A locali*, Milano 2009.

NADOTTI L.M., *I derivati nelle P.A locali*, Milano 2009.

NAPOLITANO G., *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale dir. amm.*, 2008, 11, 1083.

NAPOLITANO G.- ZOPPINI A., *Le autorità al tempo della crisi*, Bologna, Il Mulino, 2009.

NAPOLITANO G., *La crisi del debito sovrano e le misure di "riduzione dello Stato" in* *Giornale di diritto amministrativo*, 2010, 1303.

NAPPI G., *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008, I, 1175.

NARDO M.T., *La finanza derivata negli enti locali: aspetti di contabilità, responsabilità e controllo*, in *I derivati nelle PA locali* (a cura di) NADOTTI, Milano 2009, 95.

NARDOZZI G.- BALESTRIERI A., *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Finanza europea e americana nella competizione tra banche*, in *Quaderni* n.53.

NARDUCCI F. *Il finanziamento dei debiti fuori bilancio e le limitazioni all'indebitamento degli Enti locali*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2002, fasc. 7, 794-796.

NATOLI R., *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contratti*, 2010, 67.

NEGRO E.M., *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, 480.

NIGRO A., *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, 13.

NIGRO M., *Lo stato della finanza pubblica locale*, in *Aziendaitalia*, 2010,1, 5.

NOCERA A., *Enti locali e finanza derivata*, in www.diritto.net.

OLDANI C., *I Derivati finanziari: dalla Bibbia ad Enron*, Milano, 2010.

OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giuridica dell'Economia*, 2/2012, 283.

ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziarie e le regole non scritte*, Bari, 2009.

ONZA M. – SALOMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa titoli credito*, 2009, 582.

OREFICE G., *Orientamenti giurisprudenziali in tema di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, II, 629.

OREFICE G., *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa*, in *I contratti*, 2011, 252.

OREFICE G., *L'invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, in *I Contratti*, 2011, 3, 244.

ORICCHIO M., *La giustizia contabile*, Napoli, 2001.

ORIOI A., *Banche a giudizio sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore* del 18.3.2010.

- OSSOLA G., *I derivati meteorologici. Aspetti aziendali e contabili*, Milano, 2003.
- PACIOTTI E. -SALVI G. (a cura di), *Enron e Parmalat, due sistemi-paese a confronto*, Manni Editore, San Cesario di Lecce, 2005.
- PADOA SCHIOPPA T., *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, intervento al terzo ciclo di lezioni <<Emilio Moar>>, Università cattolica del Sacro cuore, 21 novembre 1995.
- PADOA SCHIOPPA T., *Non demonizzare i derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 1995, 31.
- PAGNONI E., *Contratti di swap*, in *Trattato RESCIGNO-GABRIELLI, I contratti del mercato finanziario*, diretto da GABRIELLI E LENER, t.II, Torino 2004.
- PALIERO C.E., *Il d. lgs. 8 giugno 2001, n. 231: da ora in poi, societas delinquere (et puniri) potest*, in *Corr. giur.*, 2001, n. 7, 845.
- PALMIERI M., *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Le Società*, 2005, n. 4, 513.
- PANZINI S., *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. e impr.*, 2007, 983.
- PARACAMPO M.T., *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 93.
- PARDI L., *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Rivista Corte dei Conti*, 6/2009, 2.
- PARLATORE S.- GERONZI D., *Derivati ed Enti locali: per il CdS il Mark-to-market non rappresenta costi impliciti*, in *www.ilsole24ore-lex24*;
- PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa*, 2010, 459.
- PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur comm.*, 2010,01,121.
- PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46, maggio 2006*, <http://ssrn.com/abstract=9002572006>, 15.

PASCALE G., *Il contratto di fideiussione*, Milano, Cedam, 2012.

PASSAGNOLI G., *Nullità speciali* Milano, 1996.

PATRITO P., *Responsabilità dell'amministrazione e dei suoi funzionari: aspetti problematici del riparto di giurisdizione ed elemento soggettivo*, in *Resp. civ. e prev.* 2009, 10, 2035.

PATRONI GRIFFI U., *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *www.dirittobancario.it-ottobre2012*.

PATTI S., *Le azioni a tutela delle ragioni dell'amministrazione danneggiata esercitabili dal pubblico ministero contabile in base all'art.1 comma 174 della L. 23 dicembre 2005, n.266*, in *Riv. corte conti*, 2005, n.266.

PATTI S., *Responsabilità precontrattuale (voce)*, *Il Diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, Milano, 2008) XIII, 413.

PAVESI F., *Moody's, S&P e Fitch. Ecco chi comanda nelle agenzie di rating*, in *Il Sole 24Ore* del 9 maggio 2010.

PAVIRANI A., *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in *ww.rivistadidirittobancario2011*.

PELLEGRINI S., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007.

PEREZ R., *Il nuovo sistema dei controlli sulla spesa pubblica e il ruolo della Corte dei Conti* in *Nuovo sistema di controlli sulla spesa pubblica*, Atti del Convegno della Banca d'Italia, Perugia 9- 10.6.1994, Roma, 1995, 405.

PERLINGIERI P., *Cessione dei crediti*, in *Enciclopedia giuridica italiana*, 1988, 245.

PERLINGIERI P., *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della Mifid*, in ADAMO, CAPOBIANCO E CUCURACHI (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario*, 2010, 310.

PERIN M., *Prima effettiva applicazione della sanzione agli amministratori pubblici per il ricorso all' indebitamento per le spese correnti*, in *www.amcorteconti.it* .

PERINO M.A., *Enron's Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *Columbia Law School The Center for Law and Economic*

Studies, Working Paper No. 212, October 2002, Available on http://ssrn.com/abstract_id=350.

PERRINI M., *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, 63 ss.

PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa titoli credito*, 1995, 84.

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, 372.

PERRONE A., *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1030.

PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 537.

PETRELLA G., *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili, regime fiscale*, Egea, Milano, 1997.

PETRONIO F., *Opportunità e rischi connessi all'impiego di nuovi strumenti finanziari da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2006, fasc. 4, 143.

PETRONIO F., *Le indicazioni della Corte dei conti per l'adozione di operazioni di finanza derivata da parte degli enti locali*, in *La Finanza locale*, 2008, III, 95.

PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private <<geneticamente modificate>>*, in *Riv. Trim.dir. pubb.* 2011, 01, 179.

PIAZZA G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005, 1027.

PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713.

PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 713.

PICCININI V., *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Padova, 2008.

PICCININI V., *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. e Impresa*, 2010, 499 ss.

PIERINI A., *Il risparmio nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America tra crisi finanziarie e regulation dei mercati*, in G. CERRINA FERONI (a cura di), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito*, Torino, Giappichelli, 2011.

PIERINI A., *Crisi economico-finanziaria e riforma delle regole negli Stati Uniti d'America*, in *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, serie Quaderni CESIFIN, a cura CERRINA FERONI E FERRARI, Torino, Giappichelli, 2012.

PIETROBON V., *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969.

PIETROBON V., *Affidamento*, voce dell'Enc. giur., I, Roma 1988.

PILATO S., *Trasparenza amministrativa e devianza finanziaria negli enti locali*, in *Rivista della Corte dei conti*, n. 2/2005, 308.

PINELLI C., *Patto di stabilità interno e finanza regionale*, in *Giur. cost.*, 2004, 497.

PINELLI C., *Quali controlli per gli enti locali dopo la riforma del Titolo V della Costituzione*, in *Le Regioni* 2005, 165.

PINELLI C., *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *costituzionalismo.it* 1 giugno 2012 –FASCICOLO2/2012.

PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2008, 2219.

PISAPIA A., *L'invalidità dei contratti di swap e interest rate swap*, in *I Contratti*, 2011, 3, 244.

PISAPIA A., *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*, in *I Contratti*, 2011, 260.

PITRUZZELLA G., *Responsabilità politica*, in *Dig. disc. priv.*, 1997.

PIZZOTTI S., *La responsabilità civile diretta dell'ente per la violazione del d.lgs 8 giugno 2001, n.231*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 09, 1907.

POLIANI F., *La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione*, in *I Contratti*, 2006, 645.

PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441.

POSNER R., *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009, xii.

POSNER R., *La crisi della democrazia capitalistica*, Milano 2010.

POZZOLI S. *Assunzione di mutui e prestiti*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di ATELLI, Milano, 2008, p. XII.

PREITE D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171.

PRENTICE R.A., CROSS F.B., *Economies, Capital markets, and securities law*, in *The University of Texas, School of Law, law and economics Research Paper, No73*, available on <http://ssrn.com/abstract=908927>.

PRENTICE R.A. – SPENCE D.B., *Sarbanes-Oxley as Quack Corporate Governance: How Wise Is the Received Wisdom?*, in *95 Georgia Law J.*, 2007 (95), 1844.

PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009.

PRESTI G., *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2010, 02,208.

PRESTI G., *Take the <<<AAA>> train: note introduttive sul rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 251.

PRESUTTI A., BERNASCONI C., FIORIO A., *La responsabilità degli enti*, *Commento per articolo al D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231*, Padova, 2008.

PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del Convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008*, in *I Nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, 87.

PRINCIPATO L., ASTEGIANO G. , BARISANO C. , BRAGHÒ G. , FARNETI G., POLITO M.T., PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 441.

POZZOLI S., *Le società partecipate dagli enti locali: temi di attualità*, in *Aziendaitalia*, 2012, 3,1.

PROIETTO F., *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *I Contratti*, 2008, 1136.

PROSPERI F., *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. e impr.*, 2008, 936.

PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012, 455.

PULITANÒ D., *LA responsabilità « da reato » degli enti: i criteri di imputazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, 415.

PULLANO L. - BRUNO F., *Strumenti idonei a prevenire la responsabilità d'impresa: il ruolo del controllo nel modello organizzativo ex D. Lgs. n. 231/2001*, in *Controllo società enti* 2008 fasc. 4-5, 427.

PURPURA L., *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 609.

RACUGNO G., *Lo swap*, in *Banca borsa titoli credito*, 2010, 39.

RADICATI DI BROZOLO L., *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, 539.

RAGNO M., *Commodity swaps conclusi tra non intermediari e disciplina dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.* 2004, 01, 158.

RAVIOLO G., *La crisi globale. Da Bretton Woods ai mutui subprime*, Roma, 2009.

REBECCHI P., *Riconoscimento di debito, debito fuori bilancio e responsabilità amministrativa*, in *Panorama giuridico*, n.3/2004, 27.

REISS D.J., *The Federal Government's Implied Guarantee of Fannie Mae and Freddie Mac's Obligations: Uncle Sam Will Pick Up the Tab*, in *Georgia Law Rev.*, 2008, 42, 1022.

RELLA M., *Il Sarbanes - Oxley Act del 2002: un anno dopo*, in "Diritto e Impresa: un rapporto controverso" a cura di MANNA - Milano, 2004.

RESCIGNO P., *Note sull'atipicità contrattuale*, in *I contratti atipici*, in *Giur. sist. civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 1991.

RESCIGNO M., *Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, 99.

REZAEI Z.- PANKAJ K.J., *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and security market behavior: early evidence*", 2005, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=498083> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.498083>.

RIBSTEIN L.E., *Market vs. regulatory Response to corporate Fraud: a critique of the Sarbanes- Oxley Act of 2002*, in *Illinois Law and Economic Working Paper No LE02-008 september 2002* Available on http://ssrn.com/abstract_id=332681.

RICHARDS R.E., ALBERTS S.J., VANDIVER T.K., *Case Study: Jefferson County*, in www.law360.com.

RIGHINI E., *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150.

RIGHINI E., *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enciclopedia del diritto, Annali IV*, Milano, 2011.

RIMINI E., *Contratti di swap e "operatori qualificati"*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 532.

RIODA B., *Vicenda derivati a Milano: contestato il reato di truffa aggravata per 14 persone e 4 banche*, in *Il Sole 24 Ore* del 28.07.2009.

RISALITI G., *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, Egea, Milano, 2008.

RODOTÀ S., *Le clausole generali*, in *I contratti in generale*, diretto da Alpa e Bessone, I, in *Giur. sist. civ. comm.* Bigiavi, Torino, 1991.

RODRIGUEZ S., *Responsabilità amministrativa e contabile*, in *Digesto, discipl. pubbl.*, (I agg) Torino, 2008.

ROE M.J., *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton Univ. Press-Princeton, 1994, trad. it. *Manager Forti, Azionisti Deboli*, Milano, *Il Sole 24 Ore*, 1997, 62.

ROLLA G., *Diritto regionale e degli enti locali*, Milano, 2009.

ROMANO M., *La responsabilità amministrativa degli enti, società o associazioni: profili generali*, in *Riv. soc.*, 2002, 393.

ROMANO R., *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 *YALE L.J.* 1521, 2005.

ROMANO R., *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, in *ECGI Law Working Paper No. 26/2005 (March. 2005)*, <http://ssrn.com/abstract=693484>, at 40-41.

ROMANO R., *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance* (September 25, 2004). NYU, *Law and Econ Research Paper* 04-032; Yale *Law & Econ Research Paper* 297; Yale *ICF Working Paper* 04-37; *ECGI - Finance Working Paper* 52/2004. <http://ssrn.com/abstract=596101>, 12 ss.;

ROMEO F., *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 647.

ROMEO F., *Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 6, 440.

ROMEO C., *Il conflitto di interessi nei contratti di intermediazione*, in *I Contratti*, 2009, 443.

ROMEO C., *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell'informazione*, in *Resp. civ.*, 2012, 3, 173

ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato IUDICA-ZATTI*, Milano 2001.

ROPPO V., *LA tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 624.

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, 896.

ROPPO V. - AFFERNI G., *Dai contratti finanziari ai contratti in genere, punti fermi della cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e responsabilità*, 2006, 29.

ROPPO V., *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul terzo contratto)*, in *Riv. dir. privato*, 2007, 679.

ROPPO V., *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf.*, in *Danno resp.*, 2008, 525.

RORDORF R., *Prime (e sparse) riflessioni sulla responsabilità amministrativa degli enti collettivi per reati commessi nel loro interesse o a loro vantaggio*, in AA.VV., *La responsabilità amministrativa degli enti*, Milano, Ipsoa, 2002, 5.

RORDORF R., *La tutela del risparmiatore: norme nuovi, problemi vecchi*, in *Le Società*, 2008, 269.

RORDORF R., *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (I parte)*, in *Le Società*, 2008, 1193.

RORDORF R., *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (II parte)*, in *Le Società*, 2008, 1325.

RORDORF R., *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. per operazioni successive alla perdita del capitale*, in *Le Società*, 2009, 277.

ROSSETTI M., *Rassegna di merito*, in *I contratti*, 2004, 717.

ROSSETTI M., *Il diritto delle assicurazioni. L'impresa di assicurazione. Il contratto di assicurazione in generale*, Milano, 2011.

ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, 604.

ROSSI G., *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. delle società*, 2006, 5-6, 890.

ROSSI G., *Miserie e nobiltà della finanza*, in *Il Mulino*, 2008.

ROSSI G., *Per uscire dalla crisi ascoltiamo il diritto*, in *La Repubblica* del 26 settembre 2009.

ROSSI G., *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. Soc.*, 2009,05, 929.

ROSSI G., *Capitalismo e diritti umani*, in *Rivista delle società*, 2011, 01,03.

ROSSI A., *La responsabilità degli enti (d.lg. n. 231/2001). I soggetti responsabili. I modelli organizzativi*, in *Giur. piemontese* 2008 fasc. 1, 1.

ROVEDA D., *Default record di una contea Usa*, in *www.ilsole24ore.com* - 11.11.2011;

RUCELLAI C., *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Rischi e opportunità*, in *Giur. comm.*, 1998, IV, p. 643.

RUGGERI L., *I credit derivatives quali strumenti finanziari derivati*, in *I Contratti*, 2003, 839.

RUGGERI L., *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, II, 411.

RUGGERI L., *La prima sentenza d'appello circa l'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob 11522 del 1998*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 224.

RUGGERI L., *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 1213.

RUGGI M.- SETTANNI G., *<<Upfront e Mark to market nelle operazioni in derivati>>* in *I Contratti*, 2012, 5, 349.

RUMI G., *Securitisation in Italia. La legge n.130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 2000, 03,438.

RUSCHIE D., *Alabama's Jefferson County files biggest US municipal bankruptcy*, in *The Guardian* 9.11.2011.

RUSSEL J. - COHN R., *Gramm Leach Bliley Act, Book on demand ltd.*, 2012.

RUSSO M., *I derivati su crediti*, in *Amministrazione finanza*, 1996, n.13, 805.

RUSSO A., *Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento*, in *Dir. giur.*, 2008, 407.

SACCO R., *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ. Vassalli*, Torino, 1975, 798.

SACCO R., *"Autonomia nel diritto privato"*, in *Digesto disc. priv. Sez. civ.*, vol. 1, Torino, 1990.

SALA A., *Analisi di bilancio, rating e valutazioni*, Milano, 1997.

SALANDRA V., *Dell'assicurazione*, in *Commentario Scialoja - Branca*, Bologna - Roma, 1966.

SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432.

SALATINO G., *Varietà contratti di swap dall' "operatore qualificato " al cliente professionale": il tramonto della dichiarazioni "autoreferenziali" in Banca borsa tit. cred.* 2009, 02, 201.

SALATINO G., *Contratti di swap. Dall' "operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 212.

SALATINO G., *La diffusione dei contratti di swap nella prassi italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *Nuova Giurisprudenza civile commentata*, 2010, 117.

SALODINI C.E., *La tutela dei risparmiatori davanti ai giudici*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, 176.

SAMMARCO G., *La truffa contrattuale*, Milano, 1988.

SAMMARCO G., *Truffa*, in *EG*, XXXII, Roma, 1994.

SAMULESON R.J., *Why tarp has been a success story*, in *Washington Post of the March 28*, 2011.

SANGIOVANNI V., *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *I Contratti*, 2006, 966.

SANGIOVANNI V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I Contratti*, 2006, 1133..

SANGIOVANNI V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I contratti*, 2006, 691.

SANGIOVANNI V., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363.

SANGIOVANNI V., *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093.

SANGIOVANNI V., *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. del merito*, 2007, 737.

SANGIOVANNI V., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MiFID*, in *I Contratti*, 2007, 249 .

SANGIOVANNI V., *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, 229.

SANGIOVANNI V., *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *I Contratti* , 2008, 653.

SANGIOVANNI V., *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. mer.*, 2008, 41.

SANGIOVANNI V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785.

SANGIOVANNI V., *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *I Contratti*, 2008, 9

SANGIOVANNI V., *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682.

SANGIOVANNI V., *I contratti di swap*, in *I Contratti*, 2009, 1133.

SANGIOVANNI V., *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257.

SANGIOVANNI V., *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corriere merito*, 2009, 973.

SANGIOVANNI V., *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti territoriali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, 21.

SANGIOVANNI V., *Adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corriere giur.*, 2010, 1385

SANGIOVANNI V., *Dichiarazione del contraente e strumenti finanziari derivati degli enti locali*, in www.tidona.com - *Rivista telematica diritto bancario e finanziario*, 2010.

SANGIOVANNI V., *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 41.

SANGIOVANNI V., *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Le Società*, 2010, 26.

SANGIOVANNI V., *L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-) certezza del diritto*, in *Corr. del merito*, 2011, 815.

SANGIOVANNI V., *Il contratto di intermediazione finanziaria*, in *Obblg. e contr.*, 2011, 11, 770.

SANGIOVANNI V., *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, in *Corriere del merito*, 2011, 2, 139.

SANGIOVANNI V., *Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*, in *I Contratti*, 2012, 132.

SANGIOVANNI V., *Contratto di interest rate swap, danni futuri e tutela cautelare*, in *Danno e resp.*, 2012, 4, 429.

SANGIOVANNI V., *Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, 11, 759.

SANTINI C., *Miopia macroeconomica e miopia finanziaria*, in *Scritti in onore di FRANCESCO CAPRIGLIONE*, AA.VV, Milano, 2010.

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediari e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E.GABRIELLI E R. LENER, I, Torino, 2011, 281.

SANTORO P., *La responsabilità civile, penale ed amministrativa nei contratti pubblici*, Milano, 2009.

SANTORO P., *L'illecito contabile e la responsabilità amministrativa*, Milano 2011.

SANTOSUOSSO D., *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'"effetto sorpresa"*, in *Banca borsa e titoli cred.*, 2008, II, 773.

SANTUARI A. - PREVITALI P. - VENTURI A., *“D.lgs 231/2001: l'adozione del modello non basta”*, in *www.personaedanno.it* del 30.04.2012 (a cura di) CENDON.

SAPELLI G., *Giochi proibiti, Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Milano, Mondadori, 2004. SARTORI F., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in *www.dirittobancario.it*, 2008.

SARICA I., *Il contatto sociale tra le fonti della responsabilità civile: recenti equivoci nella giurisprudenza di merito*, in *Contratto e impresa*, 1/2005, 97.

SARTORI F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19.12.2007, n. 26725*, in *Dir. Fall.*, 2008, II, 1.

SARTORI F., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutela e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25.

SARTORI F., *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in *Aa.Vv.*, *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'APICE, Bologna, 2010, 615.

SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

SARTORI F., *Obblighi degli intermediari, natura degli investitori e sistema delle tutele*, in *Finanza derivata, mercati ed investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana Jura, Pisa, 2012.

SATTA F., *L'annullamento dell'aggiudicazione ed i suoi effetti sul contratto*, in *Dir. amm.* 2003, 4, 645.

SCALCIONE R., *La proposta di riforma della disciplina dei derivati OTC negli Usa*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2010, 63.

SCALCIONE P., *The derivatives revolution. A trapped innovation and a blueprint for regulatory reform*, Kluwer Law International, 2011.

SCALZO N., *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi*, in *I contratti*, 2007, 429.

SCARAFONI S., *Il fallimento delle società in mano pubblica nel settore dei servizi pubblici locali a rilevanza economica*, in *Le società Pubbliche* a cura di FIMMANÒ, Milano 2011, 309.

SCARONI C., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, 764.

SCARPA D., *La responsabilità dell'intermediario finanziario tra regole di condotta e regole di validità*, in *Resp. civ.*, 2010, 1, 5.

SCHAFER F., *Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gemafi, §§ 762, 764 BGB*, in *ZIP*, 1986, 1306

SCHIAVONE G., *la violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>>*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 918.

SCHLESINGER P., *Frodi e borse valori*, in *Corriere Giur.*, 2002, 9, 1121.

SCHLITZER E. F., *L'evoluzione della responsabilità amministrativa*, Milano, 2002.

SCHLITZER E.F., *Nuovi modelli di gestione delle risorse finanziarie pubbliche: quale tutela dei danni « erariali»*, Relazione al Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 24-26 settembre 2009.

SCIANDRA L., *I derivati degli enti locali : una rassegna delle informazioni su dimensioni e criticità*, in *Riv. dir. fin.*, 2008, 415.

SCIMENI E., *La prima sentenza italiana nella vendita dei tango bonds*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 690.

SCOCA F.G. (a cura di), *La responsabilità amministrativa ed il suo processo*, Padova, 1997.

SCOCA F.G., *Diritto amministrativo*, Torino 2011.

SCODITTI E., *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale* *Foro it.*, 2006, I, 1105.

SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, I, 784.

SCOGNAMIGLIO V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Le Società*, 2008, 449.

SCOGNAMIGLIO G., *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, in *Banca borsa tit. credito*, 2011, II, 18.

SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella Direttiva MiFID*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2007, 121.

SCHWARCZ S.L., *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, November 2007.

SELWAY W., NEWKIRK M. AND CHURCH S., *Alabama's Jefferson County Declares Biggest Municipal Bankruptcy*, in www.businessweek.com 15.11.2011.

SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen e processo*, 2009, 3, 269.

SELIGMAN J. - GOLDSCHMID H.J., *System is working*, in *National Law Journal Online*, 23 aprile 2007 in www.nlj.com.

SERRAO D'AQUINO F., *Aspetti controversi del contenzioso sui prodotti della finanza strutturata*, in *Giur. di Merito*, 2010, 3206.

SESTA M., *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilit  del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751.

SESTA M., *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2009, 1614.

SESTA M., *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Corriere giur.*, 2009, 1618.

SEVERI C., *Operatore qualificato ed onere della prova*, in *Resp.civ.*, 2011, 8-9, 575.

SICLARI D., *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 01, 45.

SIGNORELLI F., *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Societ *, 2009, 1, 55.

SHULL B., *Too Big to Fail: Motives, Countermeasures, and the Dodd-Frank Response*, Hunter College of The City University of New York National Economic Research Associates. February 2012, Working Paper No. 709 available at <http://www.levyinstitute.org>,

SIM W. - SEO E., *South Korea Boosts China Currency Swap in Three-Year Deal*, in www.buinessweek.com

SINISI M., *Questioni di responsabilità amministrativa nell'ambito dell'impresa pubblica: vecchi e nuovi dubbi*, in *Foro amm.* CDS 2009, 12, 2986.

SIROTTI GAUDENZI A., *Il contratto di swap: aspetti civilistici e responsabilità degli intermediari*, in *Foro pad.*, 2009, II, 51.

SIROTTI GAUDENZI A., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Rimini, 2009.

SMIROLDO M., *L'art. 30, comma 15, L.27 dicembre 2002, n.289*, in www.corteconti/studi/documenti.

SMIROLDO M., *La giurisdizione di nullità della corte dei conti sui provvedimenti e sui contratti che violano l'art 30, comma 15, L. 27 dicembre 2002, n.289: per gli enti territoriali un possibile exit device per liberarsi dalla morsa dei derivati finanziari*, in *Lexitalia*, 2008, n.6.

SMITH A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford University Press, Oxford 1976 (ed. critica a cura di RAPHAEL D., MACFIE A.); trad. it. *La ricchezza delle nazioni*, Istituto dell'Enciclopedia Italiana, Roma 1991.

SOGLIO E., *Scandalo derivati, un superprestito per pagare meno interessi*, in *Il Sole 24Ore* del 10.3.2010.

SORRENTINO R., *La Ue chiede chiarezza alla Grecia*, in *Il Sole 24 Ore* del 16.02.2012;

SPAGNOLO L., *Un nuovo caso di pretesa «omnicomprensività» della fattispecie di truffa*, in *RIDPP*, 1982.

SPALLANZANI L., *Il collocamento tra il pubblico di prodotti del risparmio gestito*, in *Nuova giur. civ.*, 2002, II, 510.

SPAVENTA A.-F. SAULINI, *American lies*, Fazi Editore, 2002.

SPAVENTA L., *Adeguatezza dei principi contabili e del sistema dei controlli in relazione ai problemi sollevati dal caso Enron*, in www.consob.it.

SPECA M., *Il processo di ristrutturazione del debito negli enti locali*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2005.

SPECA M., *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Rivista trib. locali*, 2006, IV, 359.

SPECA M., *Indebitamento e ristrutturazione del debito degli enti locali: spunti di riflessione alla luce della circolare del ministero dell'economia e delle finanze n. 8 del 17 febbraio 2006*, in *www.giustamm.it*.

SPECA M., *Profili generali ed elementi di rilievo emersi dalla diffusione degli strumenti derivati da parte degli enti locali*, in *Riv. tributi locali*, 2006, 359.

SQUILLACE N., *La legge 2 gennaio 1991, n.1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.* 1996, 1, 79.

STADERINI F., *Responsabilità amministrativa e contabile*, in *Digesto, discipl. pubbl.*, Vol.XIII, Torino, 1997, 199.

STADERINI F.-SILVERI A., *La responsabilità nella pubblica amministrazione*, Padova 1998.

STADERINI F.-CARETTI P. -MILAZZO P., *Diritto degli enti locali*, Milano, Cedam, 2011.

STELLA P., *L'Enforcement nei mercati finanziari*, in *Collana Rivista delle società*, Milano, 2008.

STICCHI DAMIANI E., *La «caducazione» del contratto per annullamento dell'aggiudicazione alla luce del Codice degli appalti*, in *Foro amm.-TAR*, 2006, 3721.

STIGLITZ J., *"The Current Economic Crises and Lessons for Economic Theory"*, in *Eastern Economic Journal*, XXXV, 2009, pp. 281-96.

STIGLITZ J., *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010 (trad. it. *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010).

STIGLITZ J., *The Stiglitz report: Reforming the International monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York Press, 2010, 56.

STIGLITZ J., *Lessons from the Global Financial Crisis of 2008*", in *Seoul Journal of Economics*, XXIII, 3, 2010, 321-39.

STOUT L.A., *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Business Law Review* 2011, available at site <http://ssrn.com/abstract=1874806>.

STROCCHIA F., *Operazioni in derivati per la gestione del debito e normativa relativa*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 2007, fasc. 11, 1198.

STROCCHIA F., *Gestione del debito tramite derivati*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2007, 7, 411.

STROCCHIA F., *L'indebitamento degli enti territoriali alla luce del contesto normativo attuale*, in *Azienditalia - Fin. E Trib.*, 2009, 9, 493.

STROCCHIA F., *Modalità di contabilizzazione delle operazioni in derivati su tassi di interesse*, in *Azienditalia- Fin.eTrib.*, 2009, 4,199.

STULZ R., *Credit default swaps and the credit crisis*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2010.

STORY L. , THOMAS L. JR., SCHWARTZ N., *Wall St. helped to mask debt fueling Europe 's crisis*, in *New York Times* del 13.02.2010

TALICE C., *L'accesso al credito della Cassa depositi e prestiti da parte degli enti locali: con le istruzioni impartite dalla circolare n. 1207/1996*, Rimini, 1996.

TARANTOLA A.M., *Banca e Mercato, quali prospettive?*, in *www.bancaditalia.it*.

TARGETTI R., *Eurosim: il nuovo «statuto» degli operatori qualificati*, in *Amm. e fin.*, 1997, 50. TAROLLI R.,*Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, 06, 1169.

TAROLLI R., *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di regolamento Ce ed i sistemi di controparte centrale*, in *Giur comm.*, 2011, 05, 755.

TAROLLI R., *I derivati O.T.C. tra funzione di coperturae problemi di asimmetria*, in *Finanza, derivata, mercati e investitori*, a cura di CORTESE, SARTORI, Collana, Iura, Edizioni ETS, Pisa, 2012.

TARGETTI F., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, 04, 411.

TARGETTI F. - FRACASSO A., *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, Milano 2008.

TATOZZI C., *La nozione di <<operatore qualificato>> tra vecchie incertezze interpretative enuovi assetti normativi*, in *banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, 205.

- TENORE V., *La nuova Corte conti: responsabilità, pensioni, controlli*, Milano, 2004.
- TENORE V., *Manuale del pubblico impiego privatizzato*, Roma, 2007.
- TENORE V. (a cura), *La nuova corte dei conti: responsabilità, pensioni, controlli*, Milano 2008.
- TICOZZI R., *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363.
- TIGANO F., *Corte dei conti ed attività amministrativa*, Torino, 2006.
- TOMMASINI D., *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*, in *Nuova giur. civ.comm.*, 2007, I, 809.
- TOMMASINI D., *La nozione di "operatore qualificato" tra requisiti obiettivi e dichiarazioni autoreferenziali*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 313.
- TONELLO M., *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 938.
- TOPINI U., *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, 697.
- TORCHIA L., *Società pubbliche e responsabilità amministrativa: un nuovo equilibrio*, in *Giornale di dir. amm.*, 2012, 3,323.
- TOSATO G.L., *Il salvataggio della Grecia rispetta i Trattati?*, in www.affarinternazionali.it.
- TRADATI P., *Credit default swaps. Caratteristiche contrattuali, procedure gestionali e strategie operative*, Milano, FrancoAngeli, 2011, 13.
- TROIANO V., *La nuova disciplina dei conflitti di interesse*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 2006, p. 103.
- TROVATI G., *Inchieste a cascata sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore* del 10.03.2010.
- TROVATI G., *Derivati, lo scontro sui costi*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.3.2010.
- TROVATI G., *Indagini in corso su 53 enti*, in *Il Sole 24 Ore* del 1.09.2010.

TRUDU M., *Derivati negli enti locali: ancora un restyling normativo*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2009, 3, 117.

TRUDU M., *Gli elementi formali possono salvare gli enti dagli swap*, in *Azienditalia - Fin. e Trib.*, 2011, 1, 25.

TUCCARI S., *Il sindacato del giudice contabile sul corretto esercizio del potere discrezionale e la pregiudizialità amministrativa: il difficile punto di equilibrio tra giurisdizioni*, in *Riv. Corte Conti*, 2007, n. 3, 264.

TUCCINI R., *Alcune importanti puntualizzazioni in tema di limiti al dovere di informazione da parte degli intermediari finanziari*, in *Foro pad.*, 2011, I, 346.

TUCCI A., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010.

TUNG F., *After Orange County: Reforming california Municipal bankruptcy law*, in *Hastings Law Journal*, Vol. 53, 2002, available on www.ssrn.com.

TURBEVILLE W.C., *Derivatives clearinghouses in the era of financial reform*, in *The Roosevelt Institute*, October 24, 2010 available at site http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/wallace_clearinghouse.pdf.

UCCIARDELLO G., *Potere di autotutela, strumenti derivati e finanza pubblica alla luce della sentenza del consiglio di stato, sez V, 7 settembre 2011*, in www.ianus.it, n.5-2011 .

VALESCCHI E., *Il gioco e la scommessa. La transazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale fondato da CICU*, Milano 1986, 41.

VAZQUEZ F., DAUCHER E., *Restructuring a Municipality under Chapter 9*, in *American Bankruptcy Institute Journal*.

VASUDEV P.M., *Credit derivatives and the Dodd Frank Act- Is the regulatory response appropriate?* in *Paper submitted to the Sixt Singapore International Conference on finance, July 17-18,2012* available at: <http://ssrn.com/abstract=1984878>.

VATTERMOLI D., *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc.*, 2009, II, 67.

- VEGAS G., *La crisi e il futuro del mercato dei capitali*, in *Lectio magistralis*, 18 maggio 2011, Università di Roma La Sapienza, in www.consob.it/documenti.
- VELLA F., *Fannie, Freddie e i Fratelli Lehman*, in www.lavoce.info.
- VESENTINI S., *Il giudice si pronuncia sui derivati utilizzati dagli Enti Locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 825.
- VIOLI R., *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Il Mulino, Bologna 2000
- VISINTINI G., *Inadempimento e mora del debitore*, in SCHESINGLER (diretto da), *Il Codice Civile Commentario* (Milano, 1987), 62.
- VITALE M., *America punto e a capo*, Milano 2002.
- VITALE M., *Il ruolo del regolatore : quali prospettive*, Relazione presentata al XXIV Congresso di studio su: *La crisi finanziaria. banche regolatori*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009.
- VITERBO R., CISOTTA A., *La crisi della Grecia, l'attacco speculativo all'euro e le risposte dell'Unione europea*, in *Dir. Un. Eur.* 2010, 04, 961.
- VOLPE PUTZOLU G., *sub art.1916*, in *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, Milano, Cedam, 2010.
- VON BULOW C., *Swap Transaction in Germany*, in *Butterworths J. Int'l Bank. & Fin'l L.*, 1991, agosto, 382.
- WALSH M.W., *In Alabama, a County That Fell Off the Financial Cliff*, in *New York Times* 18.02.2012.
- WALTER I., *Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms*, Working Paper, 2003.
- WHALEN R. C., *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04, March 2008.

WHITE L.J., *A New Law for the Bond Rating Industry – For better or for Worse?*, Febbraio 2007, *Law&Economics research paper series working paper* No. 07-09, New York University school of law, in www.ssrn.com, 51.

WHITEHEAD C.K., *The Volcker Rule and Emerging Financial Markets*, 1 *Harvard Business Law Review*. 39 (2011).

WILMARTH A. E. jr., *Conflicts of Interest and Corporate Governance Failures at Universal Banks During the Stock Market Boom of the 1990s: The Cases of Enron and Worldcom*, in GUP (ed.), *Corporate Governance in Banking: a Global Perspective*, Cheltenham – Northampton, 2007.

WILMARTH A.E., JR., *The Dodd-Frank Act: a Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, in *Oregon Law Rev.*, 2011.

WRIGHT, BARNETT, *"Jefferson County files largest government bankruptcy in U.S. history"* in *Birmingham News* 10.11.2011.

XENOU L., *Le misure della Grecia contro la crisi: un ventaglio di opportunità per le riforme fondamentali*, in *Giornale di dir. amministrativo*, 2010, 1304 .

ZACCAGNINI M., *I contratti derivati: profili civilistici*, in *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, a cura di ACCIARI L., BRAGANTINI M., BRAGHINI D., GRIPPO E., IEMMA P., ZACCAGNINI M., Milano, 2012.

ZAMAGNI L. - CEDRINI G., *La clausola "up front" non cambierebbe l'inquadramento dello swap in mutuo, parola del tribunale. E anche i piccoli comuni erano abilitati... al rischio di sovra indebitarsi*, in *Diritto e Giustizia*, 2010, 75.

ZAMAGNI L. - ACCIARI M., *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in www.diritto bancario.it del 12.4.2012.

ZANARDO A., *La violazione degli obblighi di comportamento a carico degli intermediari nella prestazione di servizi di investimento: una questione ancora aperta?* in *Resp. civ.*, 2011, 1, 25.

ZARA C., *I Derivati climatici per il settore vitivinicolo*, WP 5/08, Carefin, Università Bocconi, Milano 2008.

ZINGALES L., *Causes and Effects of the Lehman Brothers Banckruptcy*, in www.oversight.house.gov.

SITI INTERNET MAGGIORMENTE CONSULTATI

www.wrma.org

www.camera.it

www.senato.it

www.occ.treas.gov

www.isda.org

www.associazionedisianopreite.it

www.orizzontideldirittocommerciale.it

www.bancaditalia.it

www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2005/20050927/default

www.finanzaonline.it

www.ecb.int/ecb/html/index.it.html

<http://fcic.law.stanford.edu/report>

www.affariinternazionali.it

<http://eur-lex.europa.eu>

www.corteconti.it

www.dirittobancario.it

www.dt.tesoro.it

www.ilcaso.it

www.personaemercato.it

<http://curia.europa.eu>

www.ilsole24ore.it

www.dirittodeiservizipubblici.it

www.rivistacorteconti.it

www.gdf.it

www.gdf.gov

www.ftc.gov

www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf

www.diritto.it

<http://www.sarbanes-oxley.com>

www.treasury.gov

www.gpo.gov

www.sec.gov

www.crs.gov

www.cftc.gov.

www.consumerfinance.gov

www.consob.it

GIURISPRUDENZA CITATA

Corte Costituzionale

Corte Costituzionale, 26.01.2004, n. 37, in *Foro It.*, 2005, 1666;
Corte Costituzionale, 5.11.2004, n. 320 in *www.giurcost.it*;
Corte Costituzionale, 13.12. 2004, n. 380, in *Giur. Cost.*, 2004, 4184;
Corte Costituzionale, 15.04.2008, n. 102, in *Giur. It.*, 2009, 47;
Corte Costituzionale, 24.07.2009, n. 237, in *Foro It.*, 2010, I, 713;
Corte Costituzionale, 18.02. 2010, n.52 in *I Contratti*, 2010, 1109;
Corte Costituzionale, 28.03.2012, n.70 in *Foro it.*, 2012,5,1,1288;

Cassazione Civile

Cass. 14.11.1997, n. 11279, in *Foro it.*, 1998, I, 3292;
Cass. 22.01. 1999, n. 589, in *Danno e Resp.*, 1999, 3, 294;
Cass. 4.08.2000, n. 10243, in *Foro it.*, 2001, I, 3320;
Cass. 15.03. 2001, n.3753, in *Giur. it.*, 2001, 2085;
Cass. 6.04.2001, n.5114, in *Foro it.*, 2001, I, 2195;
Cass. 16.07.2001, n. 9645, in *www.ilcaso.it*;
Cass. 7.09.2001, n.11495, in *Foro it.*,2003, I, 612;
Cass.25.09.2003, n. 14234, in *www.ilcaso.it*;
Cass. 9.01. 2004, n. 111, in *www.ilcaso.it*;
Cass. 19.05. 2005, n. 10598 in *Giust. civ. Mass.* 2005, 5;
Cass. 29.09.2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, I, 1105,
Cass. sez. un., 19.01.2007, n. 1142, in *Foro it.*, *Rep.* 2007, voce *Contratti pubblici*, n. 1118.
Cass.15.02.2007, n.6005, in *Giust. civ. Mass.* 2007, 3;
Cass. 19.12. 2007, nn. 26724 e 26725, in *I Contratti* 2008, 221;
Cass., 17 .02.2009, n. 3773, in *Danno resp.*, 2009, 503;
Cass. 26.05. 2009, n.12138, in *Foro it.* 2010, 1, I, 121
Cass. 27.05.2009, n. 12282 in *Giust. civ. Mass.* 2009, 5, 840
Cass. S.U. 9.05.2011, n.10060, in *Giornale Dir. Amm.*, 2011, 8, 878.
Cass. 3.02.2012, n. 1584, in *www.ilcaso.it*;
Cass. S.U. (ord.), 27.02.2012 n. 2926, in *www.dirittobancario.it*
Cass. (ord.), 21.06.2012, n.10376, in *www.ilcaso.it*;

Cass. 6.07.2012, n.11412, in *www.ilcaso*;

Cassazione penale

Cass. pen. 7.11.1991, n. 470, in *CED Cassazione*, 1991;

Cass. pen. Sez. un., 21.06. 2000, n. 18, in *CED Cassazione*, 2000;

Cass. pen. 20.12.2005, n. 3615 in *CED Cassazione*, 2005;

Cass. pen.13.01.2006, n.7193, in *CED Cassazione*, 2006;

Cass. pen. 24.04.2007, n. 26256 in *CED Cassazione*, 2007;

Cass. pen. 11.07.2008, n.31044 , in *CED Cassazione*, 2008,

Cass. pen. 29.01.2009, n. 14905 in *CED Cassazione*, 2009;

Cass. pen. 13.08.2009, n. 33408, in *Guida dir.* 2009, f. 43, 59;

Cass. pen.14.10.2009, n.41717, in *CED Cassazione*, 2009;

Cass. pen.15.10.2009, n.43347, in *Resp. civ.*, 2010, 6,426;

Cass. pen. 18.2.2010, n.277235, in *Guida al diritto*, 2010, 39,98;

Cass. pen., 17.06.2010, in *Guida al diritto*, 2010, 46,98;

Cass. pen. 13.04.2011, n. 20025,in *CED Cassazione*, 2011;

Cass. pen. 21.12.2011, n.47421, in *www.diritto bancario.it*;

Cass. pen. 13.06.2012, in *Diritto & Giustizia* 2012, 27 luglio;

Cass. pen. 28.06.2012, n.25516, in *www.diritto bancario*;

Cass. pen. 15.10.2012, n.40380, in *www.diritto bancario.it*;

Giurisprudenza di merito

Trib. Milano, 24.11.1993, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, p.80;

Trib. Milano, 26.05.1994, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, p.80;

Trib. Milano, 21.02.1995, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, II, p.442;

Trib. Milano, 3.01.1996, in *Banca, borsa tit. cred.*,1996, II, p.550;

Lodo arb., 26.03.1996, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, II, p.669;

Trib. Reggio Emilia, 12.06.1996 (ord.), in *Dir. fall.*, 1996, II, p.720;

Trib. Milano, 20.02.1997, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, p.82;

Trib. Torino, 10.04. 1998, in *Gius*, 1998, p.1898;

Appello Milano, 5.05.1998, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2000, II, p.677;

Trib. Torino, 12.11.1998, in *Gius* 1999, p.1084;

Trib. Torino, 27.01. 2000, in *Giur.it.*, 2001, p.442;

Trib. Vicenza, 29.01.2000, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Mantova, 18.03. 2004, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, p.440;

Trib. Milano, 3.04. 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, p.530;

Trib. Firenze, 30.05. 2004, *Giur. it.*, 2005, p.754;

Trib. Mantova, 12.7.2004, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Monza, 27.07. 2004 in *Giur. merito*, 2004,p. 2189;

Trib.Milano, (ord.) 20.09.2004, in *De Jure- Giuffrè*;

Trib. Mantova, 12.11. 2004, in *I Contratti*, 2005,p. 585;

Trib. Venezia, 22.11. 2004, *Giur. it.*, 2005, p.754;

Trib. Palermo, 17.01.2005, in *I Contratti*,2005, p.1085;

Trib. Torino, 3.02.2005, in *Dir.prat. soc.* 2005, n.23,p. 68;

Trib. Ferrara, 25.02.2005, in *Le Società*, 2006, p.203;

Trib. Roma, 11.03.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Genova, 15.03. 2005, in *Danno e responsabilità*, 2005, p.604;

Trib. Rimini, 23.03.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Rimini, 25.03.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Mantova, 5.04.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 6.4.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Ferrara, 6.04.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Parma, 13.04.2005, in *Giur. it.*, 2005, p.2096;

Trib. Firenze, 19.04.2005, in *Corriere giur.*, 2005, p.1271;

Trib. Roma, 25.05. 2005, in *Corriere giur.*, 2005, p.1275;

Trib. Bari, 26.05. 2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Bologna, 31.05.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Parma, 16.06.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Avezzano, 23.06.2005, in *Foro it.*,2005, I, p.2538;

Trib. Alba, 4.07.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Torino, 7.07.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 11.7.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 25.07.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib.Roma, 25.07.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 10.08.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Venezia, 29.09.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Firenze, 18.10.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Catania 21.10.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Roma, 17.11.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 25.11.2005, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Palermo, 25.11.2005 in *www.altalex.com*;

Trib. Lanciano, 6.12.2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, p.131;

Trib. Cagliari, 2.01.2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, IV, p.912,

Trib. Novara, 10.01.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Modena, 20.1.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Trani, 31.01. 2006, in *I contratti*, 2006, p.686;

Trib. Cosenza, 1.03.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Catania, 5.05.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Teramo, 18.05.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Firenze, 29.05.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Novara, 5.06.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Firenze, 21.06.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 20.07.2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, p. 809;

Trib. Brindisi, 21.07. 2006, in *Danno e resp.*, 2007, p.565;

Trib. Siena, 27.09.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Trento, 28.09.2006, in *www.ilsole24ore.com*;

Trib. Brescia, 13.10.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 18.10.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Firenze, 4.12.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Bologna, 18.12.2006, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Rimini, 18.12.2006, in *www.ilcaso.it*

Trib. Monza, 8.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Lodi, 12.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Genova, 16.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Novara, 18.01.2007, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, II, p.57;

Trib. Firenze, 18.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Catania 23.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Biella, 26.01.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Trento, 1.02.2007, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Trani, 6.03.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Mantova, 22.03.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Milano, 04.04.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Salerno, 16.04.2007 in *www.ilcaso.it*.;
 Trib. Parma, 14.05.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Oristano, 12.06.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Verona, 22.06.2007, in *I Contratti*, 2007, p.1093;
 Trib Firenze, 6.07.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Trani, 6.06.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Venezia, 7.07.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Brindisi, 18.07.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Rimini, 21.07.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Vincenzo, 17.08.2007, in *Il Corr.merito*, 2008,p.41;
 Trib. Torino, 18.09. 2007, n. 5930, in *Giur. it.*, 2008, p.1165;
 App. Brescia, 24.09.2007, in *www.ilcaso.it*;
 App. Milano, 12.10.2007, in *Giur. it.*, 2008, p.1164;
 Appello Torino, 19.10.2007, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Venezia, 25.10.2007, in *www.ilcaso.it*.;
 Trib. Rovigo, 3.01.2008, in *Giur.it.*, 2008, p2235;
 Trib. Parma, 9.01.2008, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Modena, 10.01.2008, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Bologna 5.02.2008, in *De Jure*;
 Trib. Vicenza, (ord.), 12.02.2008, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, II, p.203;
 Trib. Palermo, 13.02.2008, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Milano, 13.02.2008, in *Riv. dott.comm.*,2008,6, p.1265;
 Appello Torino, 19.02.2008, in *Le Società*, 2009, p.55;
 Trib. Rovigo, 3.03.2008 in *www.ilcaso.it*.;
 Trib. Roma, 20.3.2008, in *www.ilcaso.it* ;
 Trib. Milano, 11.04.2008, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Forlì, 11.7.2008, in *www.ilcaso.it*.;
 Trib. Forlì, 10.06.2008, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Rimini, 19.06.2008, in *studiolegaleleggiditalia.it*;
 App. Venezia, 16.07. 2008, in *Corriere del merito*, 2008, p.1261;

Trib. Cuneo, 23.07.2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Forlì, 12.09.2008, in *www.ilcaso.it*;
Tribunale Milano, 24.09. 2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Milano, 15.10. 2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Milano, 13.11.2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Cuneo, 25.11. 2008, in *www.ilcaso.it*;
Appello Torino, 27.11.2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Lecce - Sez. Dist. Campi Salentina, 4.12.2008, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Forlì, 13.01.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Vicenza, 29.01.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Gorizia, 31.01.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Trento, 5.02.009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Cuneo, 9.02.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Catania, 13.02.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Milano, 16.02.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Catania, 18.02.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Pescara, 19.02.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Monza, 4.03.2009, in *www.ilcaso.it*;
App. Trento, 05.03.2009, in *Giur. merito*, 2009, p.1512;
Trib. Mantova, 31.03.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Milano, 15.04.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Trani, 21.04.2009, in *studiolegaleleggiditalia.it*;
Appello Milano, 24.04. 2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Roma, 8.06.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Torino, 26.08.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Ancona, 8.07.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Torino, 28.07.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Torino, 15.09.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Milano, 28.09.2009, in *www.ilcaso.it*;
Appello Salerno, 29.09.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Ravenna, 12.10.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Napoli, 9.11.2009, in *www.ilcaso.it*;
Trib. Torino, 23.11.2009, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Torino, 30.11.2009, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Bologna, 14.12.2009, in *Responsabilità civile*, 2010, p.823;

Trib. Oristano, 28.01.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Ferrara, 28.01.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Novara, 08.02.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Firenze, 1.03.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Udine, 5.03.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Bologna, 30.03.2010, in *pluris-utet*;

Trib. Pescara, 12.04.2010, in *I Contratti*, 2011, p.247

Trib. Udine, (ord.), 13.4.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Napoli, 21.04.2010, in *www.studiolegaleleggiditalia.it*;

Trib. Bari, (ord) 15.07.2010, in *I Contratti*, 2011, p.244,

Trib. Bari, 15.07.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Rimini, 12.10.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Piacenza, 30.11.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Torino, 11.11.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Torino, 22.12.2010, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Bologna, 26.01.2011, in *studiolegaleleggiditalia.it/bancadati*;

App. Torino, 2.02.2011, in *www.il caso.it*;

Trib. Gorizia, 18.02.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Genova, 26.02.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Casale Monferrato, 4.03.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Verona, 10.03.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Ancona, 10.03.2011, in *www.ilcaso.it*;

Appello Torino, 04.04.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 14.04.2011, in *Banca, borsa tit. cred*, 2011, 6,748;

Trib. Milano, 19.04.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Lecce, (ord), 9.05.2011, in *Foro it.*, 2011,I, 2549;

Trib. Firenze, 09.05.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Trento, 20.05.2011 in *www.studiolegaleleggiditalia.it*

App. Milano, 26.05.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Napoli, 13.06.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Novara, 23.06.2011, in *www.ilcaso.it*;

Trib. Milano, 26.09.2011, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Udine, 01.07.2011, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Milano, 10.07.2011, in *Le Società*, 2011, 12,1444
 Trib. Prato, 03.11.2011, in *I Contratti*, 2012, 1, 64;
 Appello Torino, 4.11.2011, in *www.ilcaso.it*;
 Appello Torino, 20.01.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Torino 5.02.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Terni 07.02.2012, in *www.plurisonline*;
 Trib.Terni, sez. pen., (ord.) 8.02.2012, in *I Contratti*,2012, 5, 349;
 Trib. Milano, 08.02.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Catanzaro, 2.03.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Udine, 5.03.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Roma, 16.03.2012, in *Pluris –Utet*;
 Trib. Milano, 23.03.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Bologna 27.03.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Orvieto, 12.04.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Firenze, 5.06.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Monza, 17.07.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Novara, 19.07.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Pescara, 3.10.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Pescara, 24.10.2012, in *www.dirittobancario.it*;
 Trib. Verona, 10.12.2012, in *www.ilcaso.it*;
 Trib. Milano, sez. pen., 19.12.2012, in *www.dirittobancario.it*

Consiglio di Stato

Cons. Stato., sez. V, 22.04.1976 n. 651, in *De Jure*;
 Cons. Stato, sez. V, 9.11.2001, n. 5771, in *Foro it.*, *Rep. 2002, voce Opere pubbliche*, n. 454;
 Cons. St., sez.V, 23.09. 2002 n.4810, in *De Jure*;
 Cons. Stato, sez. IV, 26.05.2003, n. 2823,in *Foro it.*, *Rep. 2003, voce cit.*, n. 755;
 Cons. Stato, sez. IV, 22.10. 2004, n. 6931, in *Foro it.*, *Rep. 2006, voce cit.*, n. 732;
 Cons. St., sez.IV, 31.03. 2005 n. 1442 , in *De Jure*;
 Cons. Stato, sez. V 2.09.2005, n. 4441, in *Foro it.*, *Rep. 2005, voce Contratti della p.a.*, n. 670;
 Cons. Stato, sez. V, 18.01. 2006, n. 126, in *Foro it.*, *Rep. 2006, voce Contratti della p.a.*, n. 734;

Cons. Stato, sez. IV, 31.10.2006, n. 6456, in *Foro it.*, *Rep.* 2006, voce *Contratti della p.a.*, n. 762;
Cons. Stato, sez. V, 4.08.2009, n. 4885, in *Foro it.*, *Rep.* 2010, voce *Contratti pubblici*, n. 1130;
Cons. Stato Sez. V, 7.09.2011, n.5032, in *Foro it.*, 2012, 2,3,69;
Cons. Stato, sez.V, 16.01.2012, n.143, in *www.plurisonline.it*
Cons. Stato, sez. V (ord.), 13.03.2012 n.1412, in *De Jure*;
Cons. Stato, sez. V, 27.11.2012, n. 5962, in *www.ilcaso.it*

Tribunale Amministrativo Regionale

Tar Lazio, sez. Latina, 12.10.1985, n. 303, in *Foro it.*, *Rep.* 1986, voce *cit.*, n. 178.
Tar Lazio, sez. I, 12.05.1987, n. 1020, in *Foro it.*, *Rep.* 1987, voce *cit.*, n. 153;
Tar Sicilia, sez. II, 23.06.2003, n. 1050, in *Foro it.*, *Rep.* 2004, voce *cit.*, n. 623;
Tar Puglia, sez. I, 29.03.2007, n. 945, in *Foro it.*, *Rep.* 2007, voce *Atto amministrativo*, n. 443;
Tar Campania, sez. I, 25.05.2007, n. 5687, in *Foro it.*, *Rep.* 2008, voce *Contratti pubblici*, n. 1135;
Tar Toscana Firenze, sez. I, 11.11.2010, n. 6579 in *Riv.it.dir.pubb.comun.*,2011,1,155
Tar Bari Puglia sez. II, 3.11.2011, n. 1673, in *Foro amm. TAR* 2011, 11, 3613;
Tar Bari Puglia sez. II, 1.03.2012, n. 479 , in *Foro amm. TAR* 2012, 3, 946;
Tar Perugia Umbria sez. I, 9.03.2012, n. 80 in *Foro amm. TAR* 2012, 3, 778;

Corte dei Conti

Corte dei Conti, Sez. giuris. Calabria, 23.10.2003, n.862, in *www.corteconti/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. giurisd. Abruzzo, 14.01.2005, n.67 in *www.corteconti.it/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. giuris. Lazio, 20.12.2005, n.3001, in *www.corteconti/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. contr. Lombardia, 26.10.2007, n.596 in *www.corteconti.it/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. contr. Lombardia, 17.04.2008, n.52 in *www.corteconti.it/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. giuris. Umbria, 23.05.2008, n.87 in *www.corteconti.it/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. contr. Campania, 3.09.2008, n.17, in *www.corteconti.it/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. giuris. Veneto., 8.07.2008, n. 756, in *www.corteconti/banchedati*;
Corte dei Conti, Sez. III App., 18.05.2012, n. 364, in *www.corteconti.it/banche dati*;